

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Oceňování firmy výnosovými metodami

Company valuation by the DCF methods

Student:

Renáta Robková

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Miroslav Čulík, Ph. D.

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Renáta Robková

Studijní program:

N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202T010 Finance

Specializace:

00 Finance

Téma:

Ocenění firmy výnosovými metodami
Company valuation by the DCF methods

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Charakteristika a popis metod pro oceňování firem
3. Popis podniku a návrh dlouhodobého finančního plánu
4. Ocenění firmy vybranými výnosovými metodami
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 191 s. ISBN 978-80-86119-58-0.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-31-3.

MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti oceňovaného podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2005. 163 s. ISBN 90-86119-61-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci včetně příloh vypracovala samostatně pod vedoucím diplomové práce a uvedla jsem všechny použité podklady a literaturu“.

V Ostravě.....

.....

Podpis studenta

Obsah

1 ÚVOD	6
2 CHARAKTERISTIKA A POPIS METOD PRO OCEŇOVÁNÍ FIREM.....	8
2.1 Podnik jako předmět ocenění	8
2.2 Hladiny hodnoty podniku.....	8
2.3 Hodnota podniku a její kategorie.....	9
2.3.1 Tržní hodnota.....	9
2.3.2 Subjektivní hodnota	10
2.3.3 Objektivizovaná hodnota.....	11
2.3.4 Kolínská škola.....	11
2.4 Faktor času a rizika	12
2.4.1 Faktor času.....	12
2.4.2 Faktor rizika	13
2.5 Postup při ocenění podniku	13
2.6. Sběr vstupních dat.....	14
2.7 Analýza dat.....	16
2.7.1 Strategická analýza.....	16
2.8 Finanční analýza podniku.....	18
2.8.1 Ukazatele rentability	19
2.8.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti	21
2.8.3 Ukazatele aktivity	22
2.8.4 Ukazatele likvidity	24
2.9 Finanční plán	25
2.10 Oceňování podniku a metody oceňování podniku.....	26
2.10.1 Výnosové metody	26
2.10.2 Majetkové metody.....	28
2.10.3 Metody komparativní	29
2.10.4 Fázové metody	30
2.11 Náklady kapitálu	32
2.11.1 Stavebnicový model	33
2.12 Ekonomická přidaná hodnota EVA	34
2.12.1 Základní metody EVA.....	37
2.12.2 Zhodnocení metody EVA.....	39
3 POPIS PODNIKU A NÁVRH DLOUHODOBÉHO FINANČNÍHO PLÁNU.....	40
3.1 Základní údaje společnosti O2	40
3.2 Současný profil společnosti O2	40
3.3 Předmět podnikání	41
3.4 Strategická analýza	43
3.4.1 Ekonomické prostředí v České republice	43
3.5 Trh telekomunikací v ČR	45
3.5.1 Historie mobilních operátorů v České republice	45
3.5.2 Společnost Telefónica O2.....	46
3.6 SWOT analýza O2	46
3.7 Konkurence O2.....	47
3.8 Analýza poměrových ukazatelů firmy O2	48
3.8.1 Hodnocení rentability	48
3.8.2 Hodnocení finanční stability a zadluženosti.....	50
3.8.3 Hodnocení aktivity	52

3.8.4 Hodnocení likvidity.....	55
3.9 Návrh dlouhodobého finančního plánu	57
3.9.1 Vstupní data	57
3.9.2 Plán rozvahy	59
3.12.3 Plán výkazu zisku a ztráty	64
4 OCENĚNÍ PODNIKU	66
4.1 Metoda DCF entity	66
4.1.1 Stanovení finanční toků FCFF	67
4.1.2 Stanovení nákladu kapitálu.....	68
4.2 Metoda DCF equity.....	72
4.2.1 Stanovení finančních toků FCFE	73
4.3 Ocenění metodami DCF Entity a DCF equity.....	74
4.4 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků.....	76
4.4.1 Metoda analytická	76
4.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA.....	78
4.5.1 Propočet čistých operačních aktiv NOA	78
4.5.2 Výpočet operačního výsledku hospodaření.....	78
4.5.3 Výpočet ekonomické přidané hodnoty.....	79
4.5.4 Ocenění vlastního kapitálu podniku pomocí metody EVA- entity.....	79
4.6 Zhodnocení výsledku	81
5 ZÁVĚR	83
SEZNAM LITERATURY A DALŠÍCH ZDROJŮ.....	85
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	87

1 ÚVOD

Oceňování podniku patří do komplexní problematiky, ke které je nutné mít dostatečné jak teoretické, tak i praktické znalosti a dovednosti, které se týkají fungování podniku, protože právě tyto veškeré znalosti tvoří kvalitu ocenění podniku. Oceňování se musí neustále věnovat vysoká pozornost. Pokud bychom zvolili nevhodný postup oceňování, který by byl založen na nesprávném souboru předpokladů, mohlo by to vést k neracionálnímu ocenění statků a nesprávné alokaci kapitálu.

V současnosti ovlivňují podniky a jejich ocenění globalizační trendy, silný tlak konkurence, otevírají se nové trhy apod. V České republice podniky rovněž reagují na nově vzniklé situace, které ovlivňují i oblasti oceňování podniku. Proto stanovení hodnoty podniku patří mezi důležité manažerské nástroje, neboť hodnota podniku je významné kritérium pro taktické řízení firmy a pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí.

V praxi existuje celá řada důvodů pro oceňování podniku jako například: koupě a prodej podniku, vklad do nově založeného podniku, fúze, konsolidace, rozdělení podniků, likvidace společnosti, uvedení podniku na burzu, poskytování úvěrů atd.

Cílem diplomové práce je určit hodnotu podniku Telefónica O2 Czech Republic k datu 1. 1. 2009 pomocí výnosových metod oceňování: DCF entity, DCF equity, pomocí metody kapitalizovaných zisků a ekonomické přidané hodnoty EVA.

Diplomová práce je rozdělena do tří kapitol, které na sebe věcně i logicky navazují.

V první části práce jsou popsány výkazy, finanční ukazatele, stanovení nákladů kapitálu a metody oceňování podniku včetně jejich základních charakteristik a způsobů výpočtů.

Druhá část práce je věnována sestavení dlouhodobého finančního plánu včetně jeho teoretického vymezení. Také zde je představena blíže společnost, její historie, konkurenční prostředí, atd.

Ve třetí části je provedeno samotné ocenění podniku a jsou konkrétně aplikované vybrané metody ocenění a metodou ekonomické přidané hodnoty. Na základě vypočtených hodnot je pak provedeno srovnání výsledků jednotlivých metod.

2 CHARAKTERISTIKA A POPIS METOD PRO OCEŇOVÁNÍ FIREM

Oceňování podniku je jednou z nejvýznamnějších oblastí finančního řízení podniku, jelikož slouží k řadě dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu.

Na úvod je nutné vysvětlit, co znamená samotný pojem podnik, jaké jsou hladiny ocenění podniku, co je to hodnota podniku a jaké jsou kategorie této hodnoty. Všechny tyto pojmy jsou základním předpokladem pro použití metod oceňování.

2.1 Podnik jako předmět ocenění

Pro pojem podnik je možné v literatuře nalézt různé definice. Nejčastěji se však používá definice uvedená v obchodním zákoníku, který v § 5, odst. 1 říká, že „podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí, soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku rovněž náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹

Zákon rovněž říká, že podnik je věc hromadná. Proto je potřeba se na podnik dívat jako na funkční celek. Toto je také upraveno v obchodním zákoníku, který v § 2, odst. 1 říká, že „podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“²

Z hlediska oceňovatelů jsou výše uvedené definice nejvýznamnější. Existují ovšem i jiné definice od různých autorů.

2.2 Hladiny hodnoty podniku

Podle Maříka (2007) je možné podnik oceňovat na dvou hladinách. První je hodnota brutto, tj. hodnota podniku jako celku pro vlastníky i věřitele. Druhou je hodnota netto, tj. hodnota podniku pouze pro vlastníky podniku. I tyto pojmy jsou definovány v obchodním zákoníku.

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Hodnota brutto je v zákoníku definována v § 6, odst.1 jako obchodní majetek: „Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“³

Hodnota netto je v zákoníku definována v § 6, odst. 3 jako čistý obchodní majetek: „Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“⁴

2.3 Hodnota podniku a její kategorie

V rámci oceňování je důležité odlišovat od sebe pojmy hodnota a cena. Pod pojmem cena si lze představit konkrétní zaplacenou částku za podnik v daném čase a na daném místě. Ovlivňuje jí řada faktorů, např. nabídka a poptávka, fáze vývoje ekonomiky, atd. Oproti tomu hodnota podniku vyjadřuje částku bez ohledu na jednotlivé okolnosti prodeje či nákupu. Hodnotu lze tedy chápat, jako částku, kolem které by se měla pohybovat cena. Je možné říci, že se jedná o cenu, na které se shodne kupující s prodávajícím. Nejde však o skutečnost, ale pouze o odhad pravděpodobné ceny.

Hodnotu podniku ovlivňuje řada faktorů, např. rozsah a kvalita údajů, časový horizont či použitá metoda. Výsledkem ocenění zpravidla není jedna hodnota, ale interval hodnot. V tomto intervalu by se právě měla pohybovat skutečná cena za podnik.

Hodnota podniku je rozčleněna do čtyř základních kategorií:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2.3.1 Tržní hodnota

Základním předpokladem tržní hodnoty je, že existuje trh, na kterém se obchoduje s podniky, popř. trh, na kterém se obchoduje s podíly na vlastním kapitálu podniku.

³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

⁴ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Podmínkou pro vznik tržní ceny je, že na těchto trzích vystupuje více kupujících a více prodávajících. Pod pojmem tržní hodnota lze potenciální tržní cenu.

Definicí tržní hodnoty je uvedena v Mezinárodních oceňovacích standardech a má následující podobu: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“⁵

Tržní hodnota v praxi není příliš využívána, protože už z její definice vyplývá, že není příliš objektivní. Je pouze odhadem ceny a navíc je jejím základním předpokladem fungující trh. Je-li totiž trh jakkoli omezený, musí oceňovatel využít pro odhady chybějících dat své odborné znalosti, což nemusí zcela odpovídat realitě na fungujícím trhu.

Další nevýhodou tržní hodnoty je, že ji lze využít pouze u velkých firem, jejichž akcie jsou veřejně obchodovány na finančních trzích.

Tržní hodnotu je možné využít v případě, že podnik chce své akcie umístit na finanční trh, nebo při prodeji, není-li znám kupující a vlastník podniku chce zjistit alespoň přibližnou hodnotu, za kterou by podnik mohl prodat.

2.3.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota je hodnotou z hlediska konkrétního subjektu, tj. např. kupující, prodávající, současný vlastník, atd. I tato hodnota je definována v Mezinárodních oceňovacích standardech jako investiční hodnota: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“⁶

Základním rysem investiční hodnoty je fakt, že je dána v převážné míře subjektivními názory a představami konkrétního subjektu z jehož úhlu pohledu je zjišťována. Nespornou

⁵ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 22.

⁶ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 26.

výhodou této hodnoty je, že k jejímu zjištění není potřeba využít služeb profesionálních odhadců.

Tato hodnota se nejčastěji využívá při koupi či prodeji podniku, popř. při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Na rozdíl od subjektivní hodnoty, je v tomto případě nutné využít služeb profesionálních odhadců. Objektivizovaná hodnota se využívá z toho důvodu, že objektivní hodnota podle odhadců neexistuje.

Definice této hodnoty je uvedena v Německých oceňovacích standardech IDW S 1 následovně: „Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku“.⁷

V praxi se tato hodnota využívá při poskytování úvěrů nebo při zjišťování reálné hodnoty podniku.

2.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji, jelikož pro ocenění většiny podniků se reálně využívá subjektivní hodnota. Škola je založena na několika obecných funkcích oceňování. Kolínská škola totiž zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech.⁸

První funkcí je funkce daňová, jejímž cílem je poskytnout podklady pro daňové účely. Druhá funkce je funkce komunikační, která poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností. Nejdůležitější z hlediska této školy je funkce poradenská, která poskytuje kupujícímu

⁷ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 27.

⁸ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 30.

informace o maximální ceně, při které kupující neprodělá, a o minimální, při které neprodělá naopak prodávající. Jde tedy o určení tzv. hraničních hodnot, v rámci kterých kupující a prodávající jednají o ceně. Jako další funkce je funkce rozhodčí, která představuje výkon funkce nezávislého oceňovatele, jehož úkolem je odhadnout hraniční hodnoty kupujícího a prodávajícího a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci těchto hranic. Poslední je funkce argumentační, v rámci které oceňovatel hledá argumenty pro zlepšení pozice dané strany, pro kterou ocenění provádí.

Tento přístup se využívá především při podstatných podnikových transformacích, např. fúze. Vhodná je ale i při určení hodnoty podniku při jeho prodeji.

2.4 Faktor času a rizika

Faktor času i faktor rizika ovlivňují proces oceňování zejména pomocí diskontní míry. Pojem diskontní míra se používá v anglosaské literatuře. V německé literatuře je pak vyjádřena jako kalkulovaná úroková míra. Podle Americké společnosti odhadců je diskontní míra ⁹:

míra výnosnosti užívaná pro přepočet peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky,

míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

2.4.1 Faktor času

V teorii je vymezena hodnota aktiva jako současná hodnota budoucích příjmů, které držitel aktiva z tohoto získá. Toto platí pro podnik jako celek i pro jeho jednotlivé majetkové položky. Faktor času úzce souvisí s tzv. časovou hodnotou peněz, která říká, že příjem získaný v současnosti má větší význam než stejný příjem v budoucnu, protože současný příjem lze ihned investovat a získat tak určitý výnos.

⁹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 47.

Tato skutečnost vede k tomu, že očekávané budoucí příjmy nelze volně sčítat, ale je nutné je přepočítat k datu ocenění na jejich současnou hodnotu. Teprve hodnoty platné ke stejnému datu lze sčítat.

2.4.2 Faktor rizika

Pro výslednou hodnotu ocenění je rovněž důležité zjistit pravděpodobnost, s jakou dané částky mohou nastat. Čím jistější jsou očekávané příjmy, tím bude hodnota aktiv (podniku) vyšší, a naopak s vyšším podstupovaným rizikem bude hodnota aktiv (podniku) nižší.

Riziko se člení na obchodní, finanční, systematické a nesystematické. Obchodní riziko se skládá z rizika prodejního a provozního. Prodejní riziko vzniká v případě, kdy je očekáván určitý zisk, který nebude dosažen v závislosti na vývoji na trhu. Provozní riziko je dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech.

Systematické a nesystematické riziko souvisí s investicemi na kapitálovém trhu. Obě tyto rizika úzce souvisí s tvorbou portfolia cenných papírů, protože platí, že riziko portfolia je nižší než riziko každého jednotlivého cenného papíru, které je součástí portfolia. Systematické neboli tržní riziko je riziko, které souvisí s celým kapitálovým trhem a které nelze eliminovat. Nesystematické riziko je pak možné vyloučit právě vytvoření portfolia cenných papírů. Toto riziko se označuje také jako specifické nebo jedinečné, tzn. vyvolávají ho skutečnosti specifické pro konkrétní podnik.

2. 5 Postup při ocenění podniku

Postup ocenění podniku je závislý na konkrétních podmínkách, např. na důvodu ocenění, na dostupných datech, zvolených metodách, atd.

Obecně je doporučován následující postup: sběr vstupních dat, analýza dat, sestavení finančního plánu a ocenění.

2. 6. Sběr vstupních dat

Prvním krokem při oceňování podniku je sběr veškerých potřebných a dostupných dat o tomto konkrétním podniku. Tato data je možné rozdělit do následujících skupin¹⁰:

Základní data o podniku

- a) data identifikující podnik,
- b) název, právní forma podnikání, IČ (identifikační číslo),
- c) předmět podnikání (v naší praxi se například používá třídění podle OKEČ),
- d) rozdělení majetkových podílů,
- e) základní řídicí struktura podniku (zdrojem informací je samotný oceňovaný podnik, případně například obchodní rejstřík),
- f) informace o historii podniku.

Ekonomická data

- a) účetní výkazy za poslední období,
- b) výroční zprávy,
- c) zprávy auditorů,
- d) podnikové plány (pokud existují).

Relevantní trh

- a) vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu (časové řady v Kč a v hmotných jednotkách),
- b) segmentace trhu,
- c) faktory atraktivity relevantního trhu,
- d) faktory vývoje trhu.

¹⁰ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 54-56.

Konkurenční struktura relevantního trhu

- a) hlavní přímí konkurenti a data o nich,
- b) možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku,
- c) bariéry vstupu do odvětví,
- d) poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.

Odbyt a marketing

- a) data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska:
- b) -struktury výrobků,
 - struktury odběratelů,
 - územní struktury,
- c) hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí,
- d) ceny, cenová politika (v ideálním případě cenové kalkulace), porovnání cen s konkurencí,
- e) hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení,
- f) reklama, velikost a struktura výdajů, srovnání výdajů na reklamu s konkurencí.

Výroba a dodavatelé

- a) řízení kvality, certifikáty kvality,
- b) charakter výroby, úroveň technologie (stáří, srovnání s konkurencí),
- c) kapacity a jejich využití,
- d) stav dlouhodobého majetku, investice prováděné v minulosti a investiční plány do budoucnosti, obnova, modernizace,
- e) dodavatelé- struktura dodávek a dodavatelů, míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích, logistika, stav a struktura zásob.

Pracovníci

- a) struktura pracovníků, nároky provozu podniku na kvalifikaci pracovníků,
- b) situace na trhu práce,
- c) atmosféra na pracovištích, nálady mezi zaměstnanci,
- d) fluktuace pracovníků,
- e) produktivita práce a její srovnávání s konkurencí,

- f) personální náklady, jejich úroveň podle jednotlivých kategorií pracovníků.

2. 7 Analýza dat

Nejdůležitějšími součástmi analýzy dat je strategická analýza a finanční analýza. Mařík (2007) zde dále uvádí i rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná a analýzu a prognózu generátorů hodnoty. První dvě uvedené části by měly být provedeny v každém případě, zatímco druhé dvě být provedeny nemusí.

2.7.1 Strategická analýza

Hlavním úkolem strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který se dělí na vnější a vnitřní. Vnější potenciál je tvořen šancemi (příležitostmi) a riziky, se kterými podnik přichází do styku a které jsou dány odvětvím, ve kterém podnik působí. Oproti tomu je vnitřní potenciál tvořen silnými a slabými stránkami podniku. Vnitřní potenciál nám říká, do jaké míry se podnik dokáže vyrovnat s vnějším potenciálem. Souhrnně jsou všechny tyto faktory součástí tzv. SWOT analýzy.

SWOT analýza je metoda, kterou vyvinul Albert Humphrey a která slouží k identifikaci silných (anglicky Strengths) a slabých (anglicky Weaknesses) stránek podniku, a dále k identifikaci příležitostí (anglicky Opportunities) a hrozeb (anglicky Threats), které jsou spojené s určitým projektem, typem podnikání, politikou, apod. Tato metoda má největší využití v marketingu. Je součástí strategického (dlouhodobého) plánování společnosti.

Členění SWOT analýzy je v Tab. 2. 1.

Tab. 2. 1: Členění SWOT analýzy

SWOT ANALÝZA		Interní analýza	
		Silné stránky	Slabé stránky
Externí analýza	Příležitosti	S-O-Strategie: Vývoj nových metod, které jsou vhodné pro rozvoj silných stránek společnosti (projektu).	W-O-Strategie: odstranění slabin pro vznik nových příležitostí.
	Hrozby	S-T- Strategie: Použití silných stránek pro zamezení hrozeb.	W-T- Strategie :Vývoj strategií, díky nimž je možné omezit hrozby, ohrožující naše slabé stránky.

Zdroj: Vlastní zpracování

Nedílnou součástí strategické analýzy je analýza makroprostředí a analýzy mikroprostředí. V rámci analýzy mikroprostředí se rozlišují vnější a vnitřní vlivy, které působí na marketingové rozhodnutí, čímž ovlivňují i chod celého podniku. Vnitřní vlivy jsou tvořeny třemi funkcemi: komunikativní a informační funkce, koordinační funkce a analytické funkce.

Funkce komunikativní slouží podniku při styku se zákazníky, prostřednictvím nástrojů marketingu, tzn. že informuje zákazníky o výrobcích a jejich vlastnostech apod. Získané informace zpětně předávají managementu podniku, který je využívá např. při strategickém plánování podniku.

Funkce koordinační slouží právě ke komunikaci mezi podnikem a jeho zákazníky. Poslední funkcí je funkce analytická, jejímž cílem je shromáždit a analyzovat veškeré faktory, které působí na podnik, zpracovat tyto informace a předat je vedení podniku.

Mezi vnější vlivy mikroprostředí patří subjekty, se kterými podnik vstupuje do kontaktu, tj. konkurence, partnerské firmy, zákazníci a veřejnost.

Konkurenty podniku je možné ovlivnit. Velikost tohoto vlivu je dána např. výrobními kapacitami podniku, využívanou technologií a apod. **Partnerské firmy** se přímo podílí na aktivitách podniku, ale nekonkurují mu. Mezi partnerské firmy patří dodavatelé, kteří podniku poskytují své statky, aby podnik mohl uskutečňovat svou podnikatelskou činnost, finanční instituce, zprostředkovatelé, veřejní dopravci, reklamní agentury, atd. Velice důležitou

skupinou jsou zákazníci, jelikož právě na tuto skupinu podnik soustřeďuje veškeré své ekonomické aktivity. **Zákazníkem** mohou být domácnosti, jiné podniky a stát. Posledním subjektem je **veřejnost**, tj. určitá skupina lidí, kteří mají vliv na chování podniku. Veřejností může být místní komunita, zájmové skupiny, zaměstnanci podniku, sdělovací prostředky a široká veřejnost.

Makroprostředí podniku se skládá z několika vlivů, tj. vlivy ekonomické, demografické a politické. Dále lze do něj zařadit přírodní prostředí, techniku a technologie a kulturní a sociální prostředí.

Ekonomické vlivy se skládají z faktorů, které ovlivňují na jedné straně možnosti podniků nabízet výrobky a služby, a na druhé straně možnosti zákazníků je kupovat.¹¹ Ekonomické prostředí se dělí na národní, které je ovlivňováno např. lidskými zdroji, mírou inflace, úrokovou mírou, produktivitou práce, a světové, které představuje souhrn všech národních ekonomik. Každá odráží chování, jednání a přání společnosti.

Z hlediska **vlivů technologických a technických** je nesmírně důležité, aby se podniky přizpůsobovaly rychlému vývoji v této oblasti. V opačném případě by se podniky mohly dostat do nemalých problémů a nemusely by držet krok s konkurencí. Politické vlivy jsou tvořeny legislativou, která určuje „pravidla hry“. Základním cílem těchto vlivů je chránit spotřebitele, chránit firmy před nekalou soutěží, určovat pravidla podnikání, apod. Do **kulturních a sociálních vlivů** je možné zařadit celou řadu faktorů, které ovlivňují chování a jednání obyvatel v nejrůznějších oblastech. Kulturní a sociální vlivy je obtížné identifikovat, předvídat je a reagovat na ně včas. Jsou totiž spojeny se zvyklostmi a tradicemi obyvatelstva v konkrétní zemi.

2. 8 Finanční analýza podniku

Finanční analýza je oblastí, která představuje významnou součást komplexu finančního řízení podniku.¹² Je úzce propojena s finančním účetnictvím. To poskytuje data ze základních finančních výkazů, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a přehled o peněžních tocích.

Mezi hlavní úkoly finanční analýzy patří posouzení úrovně současné finanční situace podniku (finanční zdraví), posouzení vyhlídek v budoucnosti, a příprava různých opatření,

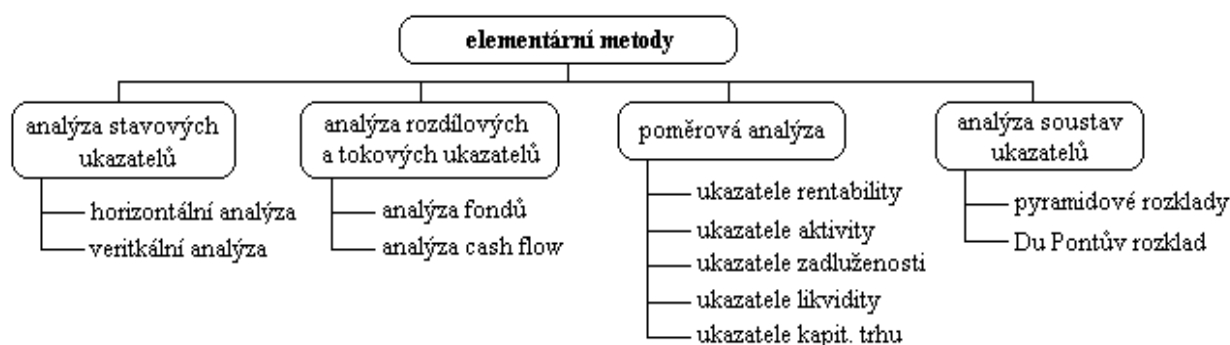
¹¹ http://www.janska.estranky.cz/clanky/ekonomika/vlivy-na-podnik-_makrovliv_

¹² Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 68.

kteřá povedou ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajištění další prosperity, k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

V rámci finanční analýzy se rozlišují zejména dvě skupiny metod a to metody elementární a metody matematicko-statistické. Členění elementárních metod je součástí Obr. 2.1.¹³

Obr. 2. 1: Elementární metody finanční analýzy



Zdroj: Růčková, P. Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi

Nejpoužívanějšími metodami jsou elementární metody, resp. poměrová analýza. Její nedílnou součástí jsou ukazatele rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti a ukazatele kapitálového trhu. Tyto ukazatele jsou nejpoužívanější, jelikož údaje potřebné pro jejich výpočet jsou veřejně dostupné v základních účetních výkazech podniku.

2.8.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou v praxi nejsledovanějšími ukazateli, jelikož podávají informace o efektu, který byl získán vloženým kapitálem. Rentabilita je obecně vyjádřena jako podíl zisku a vloženého kapitálu. Podle typu kapitálu se rozlišuje rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu.

¹³ Růčková, P. Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi. Praha: GRADA, 2007, str. 44.

Důležitou odlišností je také kategorie zisku použitá při výpočtech. Těmito kategoriemi je zisk před úhradou úroků a daněmi (EBIT), zisk před zdaněním (EBT) a zisk po zdanění (EAT).

Ukazatel rentability aktiv neboli ukazatel rentability celkového vloženého kapitálu - **ROA (Return on Assets)** je považován za klíčový ukazatel. Ukazatel poměřuje zisk podniku s celkovými aktivy investovanými bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly pořízeny. Vypočítá se ze vztahu

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \cdot 100 \quad . \quad (\%) \quad (1.1)$$

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů - ROCE (Return on Capital Employed) vyjadřuje, do jaké míry jsou zhodnocena všechna aktiva, která jsou financována vlastním kapitálem (VK) i cizím kapitálem dlouhodobým (CK dld.). Tento ukazatel často slouží k mezipodnikovému srovnávání. Rentabilitu dlouhodobých zdrojů je možné počítat podle vztahu

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CK \text{ dld.}} \cdot 100 \quad . \quad (\%) \quad (1.2)$$

Dalším významným ukazatelem je **ukazatel rentability vlastního kapitálu – ROE (Return on Equity)**. Tento ukazatel vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého akcionáři či vlastníky podniku. Ukazatel se vypočítá dle vztahu

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100 \quad . \quad (\%) \quad (1.3)$$

Ukazatel rentability tržeb – ROS (Return on Sales) udává stupeň ziskovosti, tj. množství zisku v Kč, které připadá na 1 Kč tržeb. Je vhodný pro srovnávání v čase a také pro mezipodnikové srovnávání. Hodnotu ukazatele lze získat ze vztahu

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \cdot 100 \quad . \quad (\%) \quad (1.4)$$

2.8.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku je charakterizována strukturou zdrojů financování. Finanční stabilitu je možno hodnotit na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí.¹⁴ Podstatou analýzy zadluženosti je nalezení optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem.

Mezi klíčové ukazatele z této skupiny ukazatelů je ukazatel finanční **samostatnosti (Equity Ratio)** neboli **ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech**. Ukazatel říká, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji, tzn. jaká je jeho finanční samostatnost. Pokud se hodnota tohoto ukazatele do jisté míry zvyšuje, je to pro podnik efektivní, neboť posiluje jeho finanční stabilitu. Ovšem příliš vysoké hodnoty mohou naopak vést k neefektivnosti, jelikož cena vlastního kapitálu je vyšší než cena cizího kapitálu. Ukazatel lze vypočítat podle vzorce

$$\text{finanční samostatn ost} = \frac{VK}{\text{celková aktiva}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.5)$$

Ukazatel finanční páky (Financial Leverage) neboli **majetkový koeficient (Equity Multiplier)** vychází z předpokladu, že kryje potřeby převážně pomocí vlastních, a to vede k vyššímu finančnímu zatížení podniku. Jedná se o dražší způsob financování. Pro podnik je efektivní, když bude hodnota tohoto ukazatele v čase stabilní nebo alespoň nebude klesat. Finanční páku lze vypočítat podle vztahu

$$\text{ukazatel finanční páky} = \frac{\text{celková aktiva}}{VK} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.6)$$

Ukazatel celkové zadluženosti (Debt Ratio) neboli ukazatel věřitelského rizika je jedním ze základních ukazatelů. Poměruje cizí kapitál k celkovým aktivům, tedy podíl věřitelů na celkovém kapitálu podniku. Čím vyšší hodnoty ukazatel dosahuje, tím vyšší je pro věřitele riziko, že přijde o svou pohledávku. Optimální hodnota celkové zadluženosti by se měla pohybovat mezi 40 – 50 %. Pro výpočet hodnoty ukazatele celkové zadluženosti se používá následující vztah

¹⁴ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 72.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CK}{\text{celková aktiva}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.7)$$

Aby podnik zjistil, jestli je pro něj dluhové zatížení ještě únosné, bývá často využíván **ukazatel úrokového krytí**. Ten poměřuje zisk před úroky a daněmi s nákladovými úroky. Čím vyšší hodnoty bude ukazatel dosahovat, tím je situace pro podnik příznivější. V případě, že hodnota ukazatele nebude dosahovat 100 %, znamená to, že podnik není schopen pokrýt ani své současné nákladové úroky. Je-li ukazatel roven 100 %, pak podnik svou provozní činností pokrývá pouze tyto nákladové úroky a není schopen vytvořit žádný zisk. Pokud ukazatel převyšuje hodnotu 100 %, vyjadřuje ukazatel, kolikrát jsou úroky kryty provozním ziskem. Jeho hodnotu lze vypočítat pomocí vzorce

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.8)$$

Převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je **ukazatel úrokového zatížení**, který říká, jakou část vytvořeného provozního výsledku hospodaření odčerpávají nákladové úroky. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím je finanční situace pro podnik horší, neboť podnik vydělává převážně na úhradu nákladových úroků. Pro výpočet hodnoty ukazatele úrokového zatížení je sestaven následující vzorec

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{nákladové úroky}}{EBIT} \cdot 100 \quad (\%) \quad (1.9)$$

2.8.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost, jak dokáže management podniku využívat investované finanční prostředky. Zároveň měří vázanost složek kapitálu v jednotlivých druzích krátkodobých i dlouhodobých aktiv. Tato skupina ukazatelů se převážně zaměřuje na oběžná aktiva a krátkodobé závazky.

Rozlišují se dva základní typy ukazatelů, tj. rychlost obrátu, která vyjadřuje počet obrátek aktiv za období (nejčastěji rok), a dobu obrátu, pomocí níž se určuje počet dní, po které trvá přeměna jedna forma majetku ve formu druhou.

Ukazatel obrátky celkových aktiv neboli rychlost obratu celkových aktiv říká, kolikrát tržby převyšují celková aktiva. Opět tento ukazatel se používá v mezipodnikovém srovnání. Vyšší hodnoty znamenají, že podnik efektivně nakládá se svým majetkem. Výpočet lze provést pomocí vztahu

$$\text{obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (1.10)$$

Ukazatel doby obratu aktiv je obrácenou hodnotou k předcházejícímu ukazateli. Výsledné hodnoty jsou udávány ve dnech. Doba obratu aktiv označuje, za jak dlouho dobu dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Pro podnik je efektivní, když je doba nejkratší. Výsledné hodnoty jsou udávány ve dnech. Tento ukazatel lze vyjádřit vztahem

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (1.11)$$

Ukazatel doby obratu zásob udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Výsledné hodnoty jsou rovněž udávány ve dnech. Klesající vývoj je pro podnik pozitivní, jelikož s kratší dobou skladování se snižují náklady. Příliš nízký stav zásob může naopak způsobit, že podniku spíše budou hrozit potíže, a to z důvodu možných prostojů při výrobě, čímž dochází ke vzniku dalších nákladů. Hodnota ukazatele se počítá podle vzorce

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (1.12)$$

Ukazatel doby obratu pohledávek říká, jak dlouhou dobu je majetek podniku vázán ve formě pohledávek, tzn. kolik dní uplyne od okamžiku prodeje zboží do doby splacení faktury od odběratele. Pozitivní je pro podnik, když tento ukazatel v čase klesá, protože tak podnik získává od odběratelů dříve finanční prostředky. Zároveň klesá i riziko, že se dlužník stane nesolventním. Ukazatel je možné vyjádřit vztahem

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (1.13)$$

Ukazatel doby obratu závazků vypovídá o tom, jak rychle je podnik schopen splácet své závazky. Vyjadřuje dobu ve dnech, po kterou poskytl dodavatelé podniku obchodní úvěr. Pro podnik je výhodný stabilní vývoj tohoto ukazatele v čase. Výpočet lze provést na základě vztahu

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (1.14)$$

2.8.4 Ukazatele likvidity

Existuje dvojí pojetí likvidity, a to *likvidita* určité složky majetku, která vyjadřuje vlastnost majetku přeměnit se rychle na peněžní prostředky. Bývá často nazývána jako likvidnost. Druhým pojetím je *likvidita podniku*, tj. schopnost podniku včas dostát svým závazkům

Ukazatel celkové likvidity je jedním ze tří nejpoužívanějších ukazatelů pro měření platební schopnosti podniku. Tento ukazatel mezi sebou poměří oběžná aktiva (OA) a krátkodobé závazky. Za doporučené výsledné hodnoty se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5. Tento ukazatel je vhodný pro mezipodnikové srovnání s podobným zaměřením. Celková likvidita je vyjádřena pomocí vztahu

$$\text{celková likvidita} = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.15)$$

Nevýhody, které má předcházející, ukazatel celkové likvidity, odstraňuje **ukazatel pohotové likvidity**. Tento ukazatel z celkových oběžných aktiv vyřazuje položku zásoby. Oběžná aktiva jsou tak tvořena: pokladní hotovostí, penězi na bankovních účtech, obchodovatelnými cennými papíry a pohledávkami. Za doporučené výsledné hodnoty se považuje rozmezí od 1,0 do 1,5. Pro výpočet pohotové likvidity se využívá vzorec

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.16)$$

Do **ukazatele okamžité likvidity** vstupují pouze nejlikvidnější složky oběžných aktiv, těmi jsou peníze v hotovosti, peníze na běžných účtech, obchodovatelné cenné papíry a šeky

(pohotové peněžní prostředky – PP). Za doporučené výsledné hodnoty se považuje rozmezí od 0,9 do 1,1. V podmínkách České republiky bývá spodní hranice rozmezí snížena na 0,6. Okamžitou likviditu lze vypočítat pomocí vzorce

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové PP}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.17)$$

2.9 Finanční plán

Produktem finančního plánování je **finanční plán**. Slouží jako soubor kritérií pro rozhodování v přítomnosti o činnostech, jejichž důsledky nastanou v budoucnosti. Finanční plán obsahuje cíle, jejichž realizace vyžaduje zpravidla dobu delší než 1 rok. Proto je vhodné sestavovat dlouhodobý finanční plán. Jeho součástí je krátkodobý plán pro první rok plánovaného období.

Finanční se plán se musí řídit určitými zásadami. Plán musí být zpracován písemně, jelikož je dokumentem, musí zahrnovat všechny útvary podniku. Jeho části jsou věčně a časově sladěny. Plán je založen na posuvném principu, kdy se každý rok sestavují na několik dalších let, je pružný, upravuje se podle měnících se vnějších a vnitřních předpokladů tak, aby byl reálný. Je relativně autonomní, protože sleduje strategické podnikové cíle (dlouhodobý plán) a taktické finanční cíle (krátkodobý plán).

Jádrem dlouhodobého finančního plánování je investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Dlouhodobý finanční plán se sestavuje nejčastěji na dobu 5 let. Plán se soustřeďuje především na příjmy a výdaje, které jsou zachyceny v plánu peněžních toků.

Východiskem tvorby finančního plánu je finanční analýza podniku a okolí, prognóza trhu a plán prodeje podniku, na jejichž základě se sestavuje plán tržeb a plán tvorby zisku.

Dlouhodobý plán obsahuje analýzu finanční situace, plán tržeb, plán prodeje, plán peněžních toků, plánovou rozvahu, plánovaný výkaz zisku a ztráty, rozpočet investičních výdajů a rozpočet externího financování.

2. 10 Oceňování podniku a metody oceňování podniku

Správná volba metod je ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. V zásadě lze rozlišit jednotlivé přístupy k oceňování, a to dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění nejistoty a rizika.

Pro oceňování podniku existuje několik základních metod: výnosové metody, majetkové metody, komparativní metody a kombinované metody.

Pokud bude ocenění probíhat za podmínek rizika, je možné se setkat s pasivním nebo aktivním přístupem. Pokud bude podnik předpokládat pasivní přístup, management podniku nebude uvažovat s aktivními zásahy v budoucnu. Pak lze tedy aplikovat metodu upraveného nákladu kapitálu nebo metodu jistotních ekvivalentů. Aktivní přístup předpokládá, že podnik bude využívat aktivních zásahů v budoucnu a bude tedy aplikovat flexibilní metodologii, metodologii reálných opcí.

2.10.1 Výnosové metody

Výnosové metody staví na myšlence, že podnik je chápán jako investice, která bude v budoucnu generovat určité finanční toky (resp. efekty, výnosy). Hodnota podniku u těchto metod závisí na určení současné hodnoty budoucích příjmů, správné volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Rozlišují se dvě základní metody oceňování: metoda diskontovaných peněžních toků DCF a metoda kapitalizovaných zisků. Metodika výnosových metod vychází obecně z teorie MM (Miller-Modigliany model), která popisuje vliv kapitálové struktury na náklady kapitálu a také na hodnotu firmy.

2.10.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda DCF je založena na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Budoucí volný peněžní tok je jedním ze základních měřítek, který se používá pro ocenění podniku, protože pokud roste peněžní příjem, roste rovněž i hodnota firmy. Záleží také na tom, jestli je oceňován celkový kapitál podniku nebo jen vlastní kapitál, a podle toho jak jsou určeny finanční toky a náklady kapitálu, lze rozlišovat tyto

základní metody oceňování podniku: metoda DCF-Entity, DCF-Equity, dividendový diskontní model (DDM) a metoda APV.¹⁵

U **metody DCF-Entity** se pracuje s volnými peněžními toky pro vlastníky i věřitele FCFF, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu (R_A). Výsledkem je hodnota celkových aktiv.

$$V = \frac{FCFF}{R_A} \quad (1.18)$$

$$FCFF_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + úroky * (1-d) \quad (1.19)$$

Metoda DCF-Equity pracuje s volnými peněžními toky pouze pro vlastníky FCFE, které jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu (R_E). Výsledkem je hodnota VK.

$$V = \frac{FCFE}{R_E} \quad (1.20)$$

$$FCFE_t^L = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + S_t \quad (1.21)$$

kde S je saldo čerpání dluhu minus splátka dluhu.

U **metody DDM** je peněžní tok vyjádřen pomocí dividendy, která vyjadřuje peněžní tok pro vlastníky. Aby se mohl využít tento model, musí podnik dosahovat zisk a stabilně vyplácet dividendy. Existuje verze modelu s konstantními FCF a s konstantně rostoucími FCF, který představuje tzv. Gordonův model. Vlastní kapitál je oceněn pomocí vzorce

$$V = \frac{DIV}{R_E} \quad \text{nebo} \quad V = \frac{DIV}{R_E - g} \quad (1.22)$$

kde DIV je dividendy, g je tempo růstu dividendy.

Metoda APV slouží k oceňování celkového kapitálu, a to pomocí hodnoty nezadluženého podniku a současné hodnoty daňového štítu. Hodnota nezadlužené firmy se

¹⁵ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 148.

získá z finančních toků nezadlužené firmy $FCFE_U$, které je třeba diskontovat nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy R_E . Následně je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít TS diskontovat náklady dluhu R_D . Hodnota firmy se tedy určí takto

$$V = \frac{FCFE_U}{R_E} + \frac{TS}{R_D} \quad (1.23)$$

$$FCFFU_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t \quad (1.24)$$

2.10.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisku je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisky jsou odhadovány z historických dat. Důležitým údajem je tzv. trvale udržitelný zisk, tj. zisk účetní, který je podroben řadě korekcí, jako je např. úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, skrytých rezerv, apod.¹⁶

Postup výpočtu u této metody bude totožný s metodou DCF equity. Místo $FCFE$ použijeme položku predikovaný zisk. Výpočty budou stanoveny podle vzorců (1.20) a (1.28 – 1.33).

2.10.2 Majetkové metody

Ocenění u těchto metod spočívá, že budou oceněny jednotlivé položky aktiv, závazků a dluhů.

2.10.2.1 Účetní metoda

Účetní metoda vychází ze stavových veličin, které se získají z rozvahy. Hodnota je odvozena z historických cen. Základem této metody je ocenění stálých aktiv, oběžných aktiv, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Netto hodnotu představuje vlastní kapitál. Nejdříve se oceňují jednotlivé složky aktiv zvlášť, následně jejich součtem se dostane

¹⁶ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 151.

souhrnné ocenění aktiv. Hodnota vlastního kapitálu se získá odpočtem hodnoty dluhů a závazků od aktiv.¹⁷

2.10.2.2 Substanční metoda

Substanční hodnotou se rozumí souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Základem pro ocenění této metody by měla být reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv, která je snížena o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu, že firma bude pokračovat ve své činnosti dále. Výsledkem je substanční hodnota netto S_n , kterou získáme dle zjednodušeného schématu.¹⁸

Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách

$$\begin{aligned} &+ \quad \text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku} \\ &= \quad \text{Substanční hodnota brutto } S_b \\ &- \quad \text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} \\ &= \quad \text{Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

2.10.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Princip této metody spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, přičemž se předpokládá, že podnik nebude vykonávat dále svou činnost. Jednotlivá aktiva budou rozprodána a z těchto aktiv budou následně splaceny veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Zjištěná likvidační hodnota představuje dolní hranici hodnoty podniku.

2.10.3 Metody komparativní

Také jsou nazývány metodami relativního oceňování nebo metodami tržního srovnání. Podstatou komparativních metod je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Výhodou metody je jednoduchost výpočtu a rychlost získání hodnoty. Vypovídací schopnost těchto metod je nižší, neboť musí být splněny podmínky

¹⁷ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 152.

¹⁸ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 152.

srovnatelnosti, tedy musí být nalezen srovnatelný podnik a vybrán vhodný ukazatel v relativním vyjádření pro výpočet.¹⁹

2.10.4 Kombinované metody

U kombinovaných metod je hodnota založena na průměru hodnot propočtených dle výše uvedených metod. Obecně lze výpočet určit jako vážený průměr

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i \quad (1.25)$$

kde w_i jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám a V_i je hodnota propočtená dle jednotlivých metod.

Častým způsobem je aplikace kombinace ocenění výnosového a substančního, neboť se zohledňuje majetková i výnosová stránka podniku. Hodnota podniku se stanoví jako aritmetický průměr výnosové metody a substanční metody.

2.10.4 Fázové metody

U oceňovacích metod se vychází z odhadu plánu a projekce ekonomických efektů do budoucna. Pomocí metod DCF je ocenění podniku založeno na současné hodnotě volných peněžních toků. Obecně lze zapsat výpočet hodnoty firmy takto

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot \frac{1}{(1+R)^t} + \frac{V_T}{(1+R)^T} \quad (1.26)$$

V praxi se předpokládá, že podnik bude trvat v neomezeném časovém horizontu, tzn. going concern. Plánované peněžní toky jsou v časovém období jednotlivých let neomezené. Firma v tomto období zpravidla prochází různými vývoji. Fáze se rozlišují na jednofázové, dvoufázové a vícefázové.²⁰

2.10.4.1 Jednofázová metoda

¹⁹ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 15.

²⁰ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 154.

Vypovídá o situaci, v které se předpokládá stejné chování po celé období a podnik trvá neomezeně. Hodnota firmy je při konstantních FCF určena takto

$$V = \frac{FCF}{R} \quad \text{nebo} \quad V = \frac{FCF}{R - g} \quad (1.27)$$

2.10.4.2 Dvoufázová metoda

Tato metoda je rozdělena na dvě fáze, přičemž první fáze je obvykle plánována na období 4 až 6 let. Předpokládá se, že v podniku je situace lépe predikovatelná a lze odhadnout a plánovat volné peněžní toky relativně přesně. Po první fázi následuje fáze druhá, kdy se předpokládá nekonečné trvání podniku. Ve druhé fázi lze odhadnout pouze trend vývoje finančních toků. Hodnotu firmy za obě fáze lze určit takto:

$$V = V_1 + V_2 \quad (1.28)$$

kde V_1 je hodnota firmy za první fázi a V_2 je hodnota firmy za druhou fázi.

V první fázi lze finanční toky určit dle vzorce:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot \frac{1}{(1+R_1)^t} \quad (1.29)$$

kde T je délka první fáze, R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi.

Ve druhé fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou (PH). Ta určuje hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Tuto hodnotu je nutné diskontovat k momentu ocenění takto

$$V_2 = PH \cdot \frac{1}{(1+R_1)^T} \quad (1.30)$$

kde PH je pokračující hodnota, R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi, T je délka první fáze.

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (1.31)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi.

Výsledná hodnota podniku může být vyjádřena následovně

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot \frac{1}{(1+R_1)^t} + \frac{PH}{(1+R_1)^T} \quad (1.32)$$

2.10.4.3 Vícefázové metody

Vícefázové metody představují určité zobecnění předchozí dvoufázové metody, při kterých je vývoj FCF rozdělen do různých fází s různým vývoje a předpokladem je, že poslední fáze má neomezené trvání.

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n \quad (1.33)$$

To lze vyjádřit pomocí fázových hodnot, které představují hodnotu firmy za danou fázi k počátku dané fáze, přičemž pro zjištění hodnoty za danou fázi V_i je nutné diskontovat novou hodnotu k momentu oceňování.²¹

$$FH_1 + \frac{FH_2}{(1+R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1+R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1+R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1+R_{n-1})^{T_{n-1}}} \quad (1.34)$$

kde FH je fázová hodnota, R jsou náklady kapitálu, T_i udává délku od momentu oceňování po konec i-té fáze.

2. 11 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu lze charakterizovat jako náklady na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu a představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Z pohledu podniku se mohou náklady kapitálu chápat jako cena za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Z pohledu investora jde o požadavek na výnosnost, která musí být firmou dosahována, proto aby nedošlo k poklesu hodnoty firmy pro investory. Rozlišujeme náklady na cizí kapitál, náklady na vlastní kapitál a náklady celkového kapitálu, k nimž existuje několik možností výpočtů.

²¹ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 156.

2.11.1 Stavebnicový model

Stavebnicový model využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu. Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy se stanoví následovně:

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} \quad (1.35)$$

kde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Poté se celkové náklady zadlužené firmy určí takto

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot t\right) \quad (1.36)$$

Propočet rizikové premie $R_{podnikatelské}$ charakterizující produktivní sílu firmy. Tato přírážka závisí na ukazateli $EBIT/A$, který je následně porovnáván s ukazatelem $X1$, jenž vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Lze jej vyjádřit takto

$$X1 = \frac{VK + BU + O}{A} \cdot \frac{U}{BU + O} \quad (1.37)$$

Je-li $\frac{EBIT}{A} \geq X1$, pak $R_{podnikatelské} = 0\%$,

je-li $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak $R_{podnikatelské} = 10\%$,

$$\text{je-li } \frac{EBIT}{A} \geq 0 \wedge \frac{EBIT}{A} \leq X1, \text{ pak } R_{podnikatelské} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{10 \cdot X1^2}. \quad (1.38)$$

Propočet rizikové premie R_{LA} charakterizující velikost firmy

Tato přírážka je závislá na vyčíslení úplatných zdrojů, $UZ = (VK+BU+O)/A$.

Je-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak $RLA = 0\%$,

je-li $UZ < 100$ mil Kč $\rightarrow RLA = 5\%$,

$$\text{je-li } 3 \text{ mld. Kč} > UZ < 100 \text{ mil. Kč} \rightarrow R_{LA} = \frac{3 \text{ mld. Kč} - UZ}{168,2}. \quad (1.39)$$

Propočet rizikové premie $R_{finstab}$ charakterizuje vztah mezi aktivy a pasivy pomocí celkové likvidity.

Základem je stanovení ukazatele celkové likvidity OA/kr. závazky, CL, který je srovnáván s mezní hodnotou likvidity, XL.

Je-li průměr průmyslu nižší než 1,25, pak horní hranice $XL = 1,25$,

je-li průměr průmyslu větší než 1,25, pak se XL rovná průměru průmyslu.

Pokud $CL > XL$, pak $R_{finstab} = 0\%$,

pokud $CL < 1$, pak $R_{finstab} = 10\%$,

$$\text{pokud } XL > CL > 1, \text{ pak } R_{finstab} = \frac{XL - \text{celková likvidita}}{10 \cdot (XL - 1)}. \quad (1.40)$$

2.12 Ekonomická přidaná hodnota EVA

Ekonomická přidaná hodnota, Economical Value Added, se v poslední době začala stále více prosazovat v ekonomické praxi podniků v zemích, kde je vyspělá tržní ekonomika. V České republice se především využívá u společnosti se zahraniční majetkovou účastí. (např. Škoda).

Zejména se jedná se o to, že podnik musí rozlišovat mezi ziskem, který vykazuje podle účetnictví, a tzv. ekonomickým ziskem. Ekonomického zisku podnik dosahuje jen tehdy, pokud jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, především náklady na kapitál vlastní.

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty je čistý výnos z provozní činnosti, který je snížen o náklady kapitálu. Ukazatel EVA lze stanovit pomocí vzorce nákladu na kapitál nebo hodnotového rozpětí.

Vzorec nákladu na kapitál má tuto podobu

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC \quad (1.41)$$

kde NOPAT – net operating profit after taxes, zisk z operační činnosti podniku (zisk z provozních operací) po dani,

Capital – kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku,

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

Vzorec hodnotového rozpětí je následující

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1} \quad (1.42)$$

NOPAT (net operating profit after taxes) – operační výsledek hospodaření

Je to takový výsledek, od kterého je třeba odečíst upravené daně. Upravené daně se vyznačují:

- a) vyloučením vlivu neprovozních nákladů a výnosů,
- b) výpočtem daně za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem (tj. nejsou například snižovány nákladovými úroky),
- c) vyloučením latentních daní, pokud jsou účtovány.²²

Pro určení NOPAT by se mělo rozhodnout, z jakého hospodářského výsledku se bude počítat. Je možné brát v úvahu dvě varianty a to buď výsledek hospodaření z běžné činnosti nebo provozní výsledek hospodaření.

²² MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti oceňovaného podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2005. 163 s. ISBN 90-86119-61-0.

Bude se vycházet z obecnějšího postupu a vyjde se z výsledku hospodaření z běžné činnosti, který zahrnuje provozní výsledek hospodaření a finanční výsledek hospodaření. Na této úrovni pak budou provedeny následující změny:

1. Z finančních nákladů budou vyloučeny placené úroky, a to včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách.
2. Z hospodářského výsledku je třeba vyloučit mimořádné položky a to takto:
 - výběrem hospodářského výsledku z běžné činnosti se již vyloučili mimořádné náklady a výnosy, ze kterých je tvořen mimořádný hospodářský výsledek,
 - dále se vyloučily mimořádné položky v běžných nákladech a výnosech, které se nebudou opakovat. Jsou to např. náklady na restrukturalizace, prodeje dlouhodobého majetku, mimořádné odpisy majetku nebo rozpouštění nevyužitých rezerv z toho plynoucí výnosy.
3. Dále by se zde měl započítat i vliv změn vlastního kapitálu, které se projevily při výpočtu NOA.
 - je třeba odečíst náklady na výzkum a vývoj, tyto náklady je třeba vypustit a nahradit odhadem odpisů aktivovaných nákladů,
 - odpisy je třeba upravit podle toho, jak je vykazován v rozvaze goodwill,
 - do hospodářského výsledku je třeba také započítat zvýšení či snížení opravných položek na zásoby a pohledávky.
4. odečíst by se měly z hospodářského výsledku provozně nepotřebná aktiva.²³

Poté, co byl upraven hospodářský výsledek, je důležitou položkou úprava daní. Je třeba zjistit tzv. upravenou daň, což je daň, která byla placena z operačního výsledku hospodaření. Pokud se splatná daň vydělí účetním hospodářským výsledkem, zjistíme daňovou sazbu.

Takto vypočtenou sazbu pak vynásobíme NOPATem a tím se zjistí tzv. upravená daň. Pracnějším, ale za to přesnějším zjištěním výsledku je, když vyjdeme ze splatné daně pro daný rok a ta se buď sníží nebo zvýší o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti hospodářskému výsledku za účetní období z výsledovky.

NOA – operační aktiva

²³ MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti oceňovaného podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2005. 163 s. ISBN 90-86119-61-0.

Při výpočtu NOA se samozřejmě vychází z rozvahy. Hlavním úkolem je:

1. z aktiv vyčlenit neoperační aktiva,
2. aktivovat, pokud možno v tržním ocenění, položky, které účetně v aktivech nejsou vykazovány,
3. aktiva snížit o neúročený cizí kapitál.

Mezi neoperační aktiva patří nejčastěji:

- krátkodobý finanční majetek,
- dlouhodobý finanční majetek,
- jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti.

Mezi ostatní nepotřebná aktiva patří:

- nemovitosti, které neslouží k základnímu účelu podniku,
- pohledávky nesouvisející s hlavní činností,
- majetek málo provozně využitelný (např. nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, apod.),
- majetek, který svou povahou patří mezi potřebný, ale podnik jím disponuje v nadbytečném množství.²⁴

2.12.1 Základní metody EVA

Jestliže se použije metoda ekonomické přidané hodnoty EVA pro ocenění podniku, lze si zvolit jednu ze tří základních metod pro ocenění podniku. Těmito metodami jsou metody entity, metody equity a metody APV.

EVA entity

Pomocí této metody se zjišťuje hodnota vlastního kapitálu, kdy diskontním faktorem jsou průměrné náklady kapitálu. Vzorec pro výpočet této metody je

²⁴ MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti oceňovaného podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2005. 163 s. ISBN 90-86119-61-0.

$$V_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{1+WACC} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (1.43)$$

kde V_n je hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku, EVA_t je EVA v roce t počítaná metodou entity, NOA_0 jsou čistá operativní aktiva k datu ocenění, NOA_{t-1} jsou čistá operativní aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t , $NOPAT_t$ je operační výsledek hospodaření po dani v roce t , T je počet let explicitně plánovaných EVA, $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu, CK_0 je hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a A_0 jsou ostatní, neoperační aktiva k datu ocenění.

EVA equity

Použitím metody EVA-Equity lze zjistit hodnotu vlastního kapitálu, přičemž náklady vlastního kapitálu zde slouží jako diskontní faktor. Vzorec pro výpočet má následující tvar

$$V_n = VK_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{1+R_E} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1+R_E)^T} + A_0 \quad (1.44)$$

kde V_n je hodnota netto, EVA_t je EVA v roce t počítána metodou equity, VK_0 je hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění vypočítaná jako $NOA_0 - CK_0$, VK_{t-1} je hodnota vlastního kapitálu ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t , EAT_t je výsledek hospodaření po daních a úrocích, T je počet let explicitně plánovaných EVA, n_{vk} jsou náklady vlastního kapitálu a A_0 jsou ostatní neoperační aktiva k datu ocenění.

EVA APV

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{1+R_{E(n)}} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_{E(n)} \cdot (1+R_{E(n)})^T} + \sum_{t=1}^T \left(\frac{R_D \cdot CK_{t-1} \cdot d}{1+R_D} \right) + \frac{R_D \cdot CK_T \cdot d}{R_D \cdot (1+R_D)^T} - CK_0 + A_0, \quad (1.45)$$

kde H_0 je hodnota netto, EVA_t je EVA v roce t počítaná za předpokladu nulového zadlužení podniku, NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, NOA_{t-1} jsou čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t , $NOPAT_t$ je operační výsledek hospodaření po dani v roce t , T je počet let explicitně plánovaných EVA, $n_{VK(n)}$ jsou náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení podniku, n_{CK} jsou náklady cizího kapitálu (tj. úroková míra), d je sazba daně, CK_0 je hodnota úročených dluhů k datu ocenění, CK_{t-1} jsou úročené dluhy ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t a A_0 jsou neoperační aktiva k datu ocenění.

2.12.2 Zhodnocení metody EVA

Pokud se porovná metoda DCF entity a metoda EVA, výsledky by měly být shodné. To znamená, že metoda EVA je stejně tak významná jako metoda DCF, i když metoda EVA není ještě v praxi zcela prosazena. Výhodou u metody EVA je, že ukazuje, jak je rozložena hodnota podniku na hodnotě čistých operativních aktiv (NOA) a tržní přidané hodnotě (MVA). Toto rozložení svědčí o tom, jaká část zjištěné hodnoty podniku existuje už k datu ocenění v hodnotě aktiv (NOA) a jaká část teprve vznikne v budoucnu (MVA).²⁵

²⁵ MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti oceňovaného podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2005. 163 s. ISBN 90-86119-61-0.

3 POPIS PODNIKU A NÁVRH DLOUHODOBÉHO FINANČNÍHO PLÁNU

3.1 Základní údaje společnosti O2

Společnost Telefónica O2 Czech Republic vznikla k 1. červenci 2006 přejmenováním Českého Telecomu, který provozoval pevné telefonní linky. K témuž datu převzala i společnost Eurotel Praha, která provozovala mobilní síť Eurotel. Obchodní značky „Český Telecom“ a „Eurotel“ zůstaly zachovány po další dva měsíce. Od 1. září toho roku byly služby společnosti sjednoceny pod značku O2. Od 1. listopadu 2008 se stala matkou nově vzniklé společnosti Telefónica O2 Business Solutions, která vznikla fúzí dosavadních dceřiných společností DELTAX Systems a Telefónica O2 Services.

Název:	Telefónica O2 Czech Republic, a. s.
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo společnosti:	Za Brumlovkou 266/2, 140 22 Praha 4-Michle
Identifikační číslo:	601 93 336
Datum zápisu do Obchodního rejstříku:	1. ledna 1994
Základní jmění zapsané v Obchodním rejstříku:	32 208 990 000 Kč
Akcie:	- 1 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč, zaknihovaná - 322 089 890 ks akcie na majitele ve jmenovité hodnotě 100 Kč, kmenové, zaknihované

3.2 Současný profil společnosti O2

Telefónica O2 Czech Republic patří do nadnárodní skupiny telefonních operátorů Telefónica O2. V České republice společnost provozuje jako jediná pevnou i mobilní telefonní síť uváděnou pod značkou O2. Patří mezi deset největších českých firem podle tržeb (2008). Společnost zaměstnává nyní 9 817 zaměstnanců (stav k 21.9.2009) a má 4 923 000 mobilních zákazníků (3Q/2009).

Telefónica O2 jako první operátor v ČR spustila síť 3. generace 3G (UMTS TDD) pro mobilní telefony, které mají možnost videohovorů a rychlých datových přenosů prostřednictvím technologie HSDPA (teoretické maximum 3,6 MBit/s (výhledově až 14,4 MBit/s)). A taktéž jako první spustila ve frekvenčním pásmu 450MHz datovou službu založenou na technologii CDMA přesněji CDMA2000 1xEVDO. GSM a UMTS síť původně postavená výlučně na technologii firmy Nokia je v současné době nahrazována technologií čínského dodavatele Huawei. Spolu s výměnou BTS od Nokie za nové od Huawei je k GPRS spouštěno i EDGE pokrytí umožňující rychlejší datové přenosy a pružnější reakce sítě na požadavky. Do roku 2009 bylo 3G pokrytí pouze v Praze a Brně, ovšem v roce 2009 bylo rozšířeno na Ústí nad Labem, Plzeň, Karlovy Vary, České Budějovice, Liberec, Hradec Králové, Pardubice, Olomouc, Zlín a Ostravu.

Společnost O2 nabízí širokou škálu produktů a služeb, které může běžným zákazníkům i firmám nabídnout.

Přehled produktů a služeb je uvedeno v Tab. 3.1.

Tab.3.1: Přehled produktů a služeb

Typ	Produkty
Volání z domova	O2 Telekonto SMS v pevné síti E-účet
Mobilní volání	Předplacená karta Paušál Blackberry
Internet	Internet v mobilu (IvM) Internet na cesty (MBB) Internet na doma (ADSL)
Placená digitální televize	
Vyúčtování a platby	
Ostatní	Pro zdravotně postižené Solus O2 PC na splátky O2 eShop

Zdroj: vlastní zpracování

3.3 Předmět podnikání

Předmětem podnikání společnosti jsou následující činnosti:

- Projektování elektrických zařízení.

- Poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob.
- Výroba, instalace a opravy elektrických strojů a přístrojů.
- Výroba, instalace a opravy elektronických zařízení.
- Projektová činnost ve výstavbě.
- Provádění staveb včetně jejich změn, udržovacích prací na nich a jejich odstraňování.
- Pronájem a půjčování věcí movitých.
- Skladování zboží a manipulace s nákladem.
- Realitní činnost.
- Zpracování dat, služby, databank, správa sítí.
- Poskytování software a poradenství v oblasti hardware a software.
- Činnost podnikatelů, finančních, organizačních a ekonomických poradců.
- Pořádání odborných kurzů, školení a jiných vzdělávacích akcí, včetně lektorské činnosti.
- Montáž, seřízení a údržba výrobků s výjimkou činností uvedených v přílohách zákona č. 455/1991 Sb.
- Přípravné práce pro stavby.
- Velkoobchod.
- Specializovaný maloobchod.
- Kopírovací práce.
- Reklamní činnost a marketing.
- Získávání, zpracování a poskytování veřejných informačních služeb s využitím telekomunikačních zařízení a služeb.
- Pořádání kulturních produkcí, zábav a provozování zařízení sloužících zábavě.
- Činnost technických poradců v oblasti telekomunikací.
- Vydavatelské a nakladatelské činnosti.
- Zprostředkování služeb.
- Výkon zeměměřičských činností.
- Činnost účetních poradců, vedení účetnictví.
- Výroba, opravy a montáž měřidel.
- Zprostředkování obchodu.
- Služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy u fyzických a právnických osob.
- Montáž, opravy, revize vyhrazených elektrických zařízení.
- Montáž, údržba a servis telekomunikačních zařízení.
- Výkon komunikačních činností na území České republiky:

- a) veřejná pevná síť elektronických komunikací,
- b) veřejná síť pro přenos rozhlasového a televizního signálů,
- c) veřejná pevná telefonní síť,
- d) veřejně dostupná telefonní služba,
- e) zajišťování veřejné mobilní telefonní sítě,
- f) ostatní hlasové služby (služba je poskytována jako veřejně dostupná),
- g) pronájem okruhů (služba je poskytována jako veřejně dostupná),
- h) šíření rozhlasového a televizního signálu (služba je poskytována jako veřejně dostupná),
- i) služby přenosu dat (služba je poskytována jako veřejně dostupná),
- j) služby přístupu k síti Internet (služba je poskytována jako veřejně dostupná),
- k) ostatní hlasové služby (služba je poskytována jako veřejně dostupná).

3. 4 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu. Hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňování podniku. Výnosový potenciál oceňovaného podniku je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým podnik disponuje.

Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (např. odvětví), ve kterém se pohybuje oceňovaný podnik. Při analýze vnitřního potenciálu jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek (viz SWOT analýza) s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu. Důležitým rozměrem analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu je tedy analýza konkurence oceňovaného podniku.

3.4.1 Ekonomické prostředí v České republice

Zahraniční makroekonomický vývoj byl v roce 2008 a v prvních měsících roku 2009 zásadně ovlivněn přímými i nepřímými dopady, které způsobila finanční krize. Byl zaznamenán silný pokles poptávky a v důsledku toho začala postupně ekonomika upadávat do recese.

Díky tomuto nepříznivému vývoji docházelo k náhlým výkyvům např. cen aktiv, úrokových sazeb a měnových kurzů. Země, které byly přímo zasaženy touto krizí a to bylo zejména v USA a Evropě, i přes rozsáhlé intervence, které prováděly vlády a uvolňování finančních podmínek, které dělaly centrální banky, nebyla obnovena v dostatečné míře opět důvěra ve stabilitu finančního systému.

Období několika následujících let budou obdobími silných rizik. Hlavním rizikem, které lze předpokládat zůstává, že dojde k většímu prohlubování finanční krize a také recese v ekonomikách západních zemí.

Když vznikla finanční krize v roce 2008, tak česká ekonomika přímo zasažena nebyla, ovšem ve 2.polovině téhož roku se pomalu začaly projevovat její nepřímé dopady. Výhled současného vývoje pro českou ekonomiku pro následující období dvou let je spíše negativní.

Propad HDP v roce 2009 měl avizovat slabé oživení, které mělo přijít v roce 2010. Jako vedlejší důsledky vývoje ve světové ekonomice byly zaznamenány výkyvy kurzu koruny, která se silně zhodnocovala od druhé poloviny 2007. Ve stejném období, ovšem o rok později, začala koruna značně oslabovat.

V roce 2008 došlo ke značnému ochlazení světové ekonomiky. Sice podle metodiky MMF v roce 2007 vzrostla ekonomika o více než 5 %, v roce 2008 jen o 3,2 %. MMF očekával podle své prognózy, který vypracoval v dubnu 2009, propad světové ekonomiky o 1,3 %, což je možné označit jako globální recesi.

Tato recese podle MMF předpokládala, že se také v recesi ocitnou i vyspělé ekonomiky, zatímco rozvíjející se ekonomiky si udrží stále pozitivní dynamiku.

Pro Českou republiku je špatnou zprávou to, že neočekávala tak silnou recesi v Německu a propad dalších ekonomik ve střední a východní Evropě. Prognóza počítala sice s mírným oživením, ovšem na něm se podílely převážně rozvíjející se ekonomiky.

Vývoj klíčových ukazatelů je znázorněn v Tab.3.2.

Tab. 3. 2: Vývoj vybraných ukazatelů v jednotlivých letech

Ukazatel	Měrná jednotka	2005	2006	2007	2008	2009
Hrubý domácí produkt	Roční růst v %	6,5	6,4	6,1	2,3	-4,7*
Míra inflace CPI	Průměr období v %	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0
Míra nezaměstnanosti	Konec období v %	8,9	7,7	6,0	6,0	8,6
2T repo sazba ČNB	Konec období v %	2,0	2,5	3,5	2,25	1,0
CZK/EUR	Průměr období	29,78	28,34	27,76	26,70	26,00

Prameny: ČSÚ, Finance.cz, ČNB

* údaj známý za 4Q/2009

3.5 Trh telekomunikací v ČR

3.5.1 Historie mobilních operátorů v České republice

Historie mobilních komunikačních sítí v České republice začala vznikat 12. září 1991, kdy tehdejší společnost Eurotel spustil svou první mobilní síť. Jednalo se o síť tzv. „první generace“ (byla to analogová síť, v pásmu 450 MHz). Služby využívalo v prvních letech relativně málo zákazníků. Za skutečný boom se považuje až příchod mobilní sítě tzv. „druhé generace“ (byla to digitální síť, v pásmu 900 MHz, technologie GSM). 1. Července 1996 svou síť spustil Eurotel (dnes společnost O2) a 1. září 1996 se přidal tehdejší Radiomobil (dnes je to společnost T-Mobile) a až o čtyři roky později přišel na trh třetí operátor, Český Mobil (dnes Vodafone).

Na českém trhu mobilních komunikací působí nyní čtyři operátoři. Nejstarší mobilní operátor (kdysi Eurotel Praha spol. s r. o.) nyní vystupuje pod názvem Telefónica O2 a působí již od roku 1990. Jako dřívější značka Eurotel Praha byl 6 let jediným mobilním operátorem v České republice a provozoval mobilní služby pro téměř veškeré zákazníky, kteří potřebovali komunikovat přes mobilní telefon. Trh s mobilními komunikacemi byl však v polovině 90. let v začátcích, a proto byly nastaveny relativně vysoké ceny za příchozí i odchozí hovory.

S postupem času se začala značně zvyšovat poptávka po mobilní komunikaci a na základě této poptávky vycítili příležitost i ostatní firmy, a proto v roce 1996 vstoupil na trh další mobilní operátor pod názvem Paegas. Oproti společnosti Eurotel, která měla většinu svých služeb určenou pro podnikatele, Paegas se snažil nabídnout své služby i pro ostatní obyvatelé jako např. pro studenty a méně movité občany. V průběhu roku 2002 změna, kdy název Paegas se přejmenoval na T-Mobile, kde jeho většinovým vlastníkem je společnost Deutsche Telecom.

Jelikož se stále i po nástupu nového operátora T-Mobile poptávka po službách mobilních operátorů zvedala, dalo se očekávat, že na trh vstoupí nový mobilní operátor, a tím novým operátorem byla společnost pod názvem Oskar. Oskar byl další provozovatel, který si velké množství svých zákazníků získal především přiměřeným cenám, kvalitní reklamou a volným zasíláním zpráv SMS z internetu. Oskar se také postupem času přejmenoval a nyní vystupuje pod značkou světového operátora Vodafone.

V současnosti mezi nejnovější operátory patří společnost Ufon.

3.5.2 Společnost Telefónica O2

Společnost O2 patří do skupiny Telefónica O2. V České republice tato společnost provozuje jak pevné telefonické linky, tak i síť určenou pro mobilní telefony. O2 v současnosti zaměstnává více než 9 000 zaměstnanců a mobilní služby zabezpečuje pro několik milionů zákazníků. Společnost O2 je jako jediná na českém trhu, která může nabídnout služby sítě „třetí generace“, tzn. 3G sítě, které umožňují zákazníkům provozovat videohovory přes mobilní telefony.

Společnost O2 vznikla k datu 1. 7. 2007. Došlo ke sloučení společnosti provozující pevné linky Český Telecom a společnosti, která nabízela mobilní služby, Eurotel Praha. Po dvou měsících došlo k přejmenování těchto sloučených firem na současný název Telefónica O2. Telefónica je jedna ze základajících společností ve Španělsku a provozuje pevné linky, mobilní síť a digitální televize.

Telefonica O2 nabízí pro své zákazníky velké množství různých služeb, jejichž nabídku stále rozšiřuje. Mezi ty nejzajímavější služby, které zákazníci požadují patří především hlasové i datové mobilní služby. Jako nástupce Českého Telecomu samozřejmě též zpravuje většinu pevných telefonních linek v ČR. Velmi vyhledávanou službou je v dnešní době také vysokorychlostní internet ADSL, který je stále žádanější obchodní artikl.

3.6 SWOT analýza O2

Nejvýznamnější silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení společnosti O2 jsou zachyceny v Tab. č.3.3.

Tab.3. 3: SWOT analýza

	SWOT analýza
Silné stránky	Dominantní podíl na domácím trhu pevných linek 100 % vlastník nejziskovějších a současně největšího mobilního operátora O2 Nadprůměrná EBITDA marže Nízké investice Velký objem volného cash flow Stabilní vývoj dividendy Rostoucí ADSL
Slabé stránky	Značná část příjmů z pevných linek Klesají výnosy z hovorného v pevné síti Regulované prostředí pevných linek
Příležitosti	Nová struktura tarifů Synergické efekty ze spojení pevné s mobilní sítí Prodej nemovitostí za desítky mld. Kč Velká dividendy
Ohrožení	Pokles pevných linek po zrušení měsíčního volného kreditu MT konkurence (T-mobile, Vodafone) a UPS

Zdroj: vlastní zpracování

3.7 Konkurence 02

Konkurence mezi mobilními operátory více a více roste. Operátoři se snaží neustále rozšiřovat své nabídky produktů a služeb za stále výhodnějších podmínek, avšak konkurovat je stále obtížnější.

V České republice podnikají tyto operátoři:

- Telefónica O2,
- T-mobile,
- Vodafone,
- U:fon.

3.8 Analýza poměrových ukazatelů firmy O2

Hlavním úkolem finanční analýzy je posoudit úroveň současné finanční situace podniku (finanční zdraví), posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti a připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajištění další prosperity k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

3.8.1 Hodnocení rentability

Ukazatelé rentability patří k nejsledovanějším ukazatelům a to proto, protože informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Obecně je rentabilita definována jako podíl na zisku a vloženého kapitálu. Vložený kapitál má tři formy podle toho, o jaký typ kapitálu se jedná. Rozlišujeme rentabilitu aktiv, rentabilitu vlastního kapitálu a rentabilitu dlouhodobého investovaného kapitálu.

Hodnoty jednotlivých ukazatelů lze vidět v Tab. 3.4.

Tab. 3. 4: Analýza poměrových ukazatelů (v %)

Ukazatele rentability					
	2004	2005	2006	2007	2008
ROA (rentabilita aktiv)	1,101	1,523	9,636	13,267	16,438
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)	10,688	8,491	9,391	14,088	16,069
ROS (rentabilita tržeb)	24,408	22,197	13,574	18,869	20,582
ROCE (rentabilita dlouhodobých invest.zdrojů)	1,373	1,760	11,610	17,157	19,838

Zdroj: vlastní zpracování, výkazy společnosti O2

Ukazatel ROA (rentabilita aktiv) nebo také rentabilita celkového vloženého kapitálu je považován za klíčový ukazatel, jelikož poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou pořízeny, bez ohledu na výši zdanění. V našem případě je tento ukazatel v období let 2004-2008 rostoucí podle doporučení trendu vývoje tohoto ukazatele. Nejvyšší hodnotu dosáhl ukazatel v roce 2008 a to 16,438 %. Důvodem nárůstu byl neustále se zvyšující zisk společnosti, který byl v roce 2004 8 252 mil. Kč a v roce 2008 byl 13 093 mil. Kč.

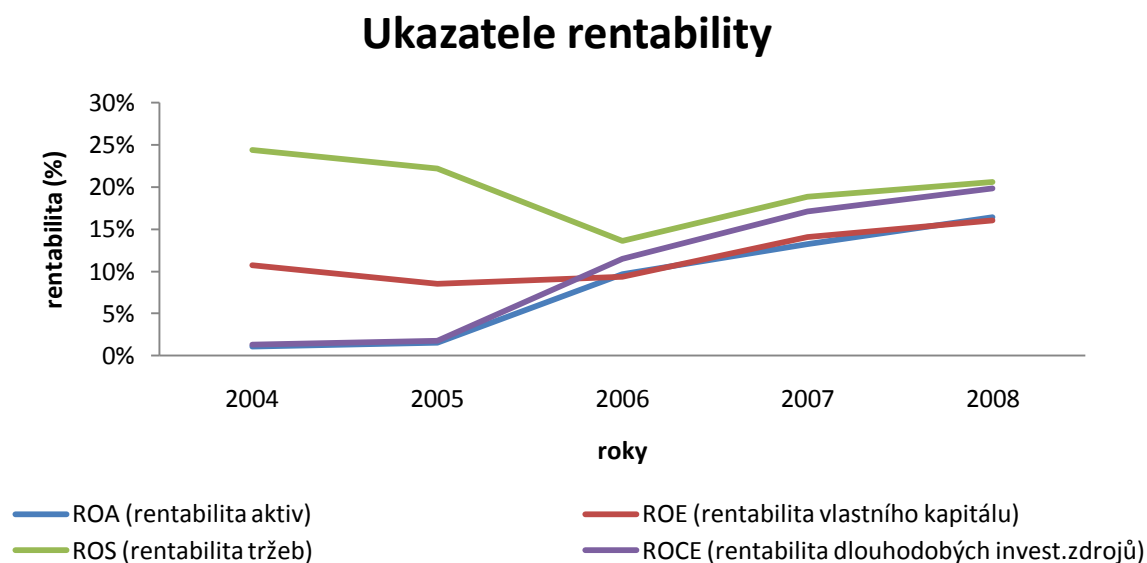
Ukazatel ROE (rentabilita vlastního kapitálu), vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého do společnosti akcionáři či vlastníky podniku. Tento ukazatel vykazoval v období 2004-2008 jak rostoucí, tak i klesající tendenci. V roce 2005 došlo k poklesu o více než 2 % a v následujících letech postupně narůstal až na hodnotu 16,069 %, ke kterému došlo v roce 2008. Ačkoli vlastní kapitál společnosti v roce 2005 narůstal, hodnota zisku se snížila o více než 1 mld. Kč oproti roku 2004. Právě toto způsobilo pokles tohoto ukazatele.

Ukazatel ROS (rentabilita tržeb) udává stupeň ziskovosti, tj. množství zisku v Kč připadající na 1 Kč tržeb. I tento ukazatel měl v průběhu let kolísavou tendenci, nejmenší hodnotu měl v roce 2006 a to 13,574 % což znamená, že na 1 Kč tržeb připadlo 0,13574 Kč zisku a nejvyšší hodnota byla dosažena v roce 2004, 24,408 % což znamenalo, že na 1 Kč tržeb připadlo 0,24408 Kč zisku. Do roku 2006 vykazoval ukazatel klesající trend, což odporuje doporučenému trendu. V roce 2005 to bylo způsobeno poklesem čistého zisku společnosti. Rok 2006 byl pro společnost přelomový, jelikož oproti předchozím létům dosáhly výnosy dvojnásobku. Zisk v téže roce byl zhruba na úrovni roku 2004, tzn. že právě stagnující zisk zapříčinil výše zmíněný pokles. Od roku 2007 začal zisk opět růst a to v roce 2007 o 3,5 mld. Kč a v roce 2008 o dalších 1,2 mld. Kč. Jelikož tržby byly v těchto letech na konstantní úrovni, vedlo to k opětovnému nárůstu ukazatele ROS.

Ukazatel ROCE (rentabilita dlouhodobých zdrojů) vyjadřuje míru zhodnocení všech aktiv společnosti financovaných vlastním kapitálem i dlouhodobým cizím kapitálem. Ukazatel v průběhu let narůstal. V prvních dvou letech sledovaného období dosahoval ukazatel velice nízkých hodnot díky nízkému provoznímu zisku, který se v těchto dvou letech pohyboval kolem 1,2, resp. 1,6 mld. Kč. V roce 2006 překročil ukazatel hranici 11 %, k čemuž přispěl velice výrazný nárůst provozního zisku z 1,6 mld. Kč v roce 2005 na 11,3 mld. Kč v roce 2006. V letech 2007 a 2008 pokračoval rostoucí trend z minulosti. V posledních třech letech stoupla hodnota tohoto ukazatele o více než 8 %.

Srovnání výsledných hodnot je v Obr. 3.1

Obr.3.1: Výsledné hodnoty ukazatele rentability



Zdroj: vlastní zpracování

3.8.2 Hodnocení finanční stability a zadluženosti

Ukazatele finanční stability a zadluženosti posuzují strukturu podniku z dlouhodobého hlediska. Slouží ke zjištění míry rizika, kterou podnik podstupuje při určité struktuře vlastních a cizích zdrojů.

Přehled vypočtených hodnot zobrazuje Tab. 3.5.

Tab. 3. 5: Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatele finanční stability a zadluženosti					
	2004	2005	2006	2007	2008
Finanční samostatnost	65,823%	77,944%	75,227%	74,622%	79,828%
Ukazatel finanční páky	1,519	1,283	1,329	1,340	1,253
Celková zadluženost	34,177%	22,056%	24,773%	25,378%	20,172%
Úrokové krytí	1,044	2,205	26,336	32,269	53,604
Úrokové zatížení	0,957	0,454	0,038	0,029	0,019

Zdroj: vlastní zpracování, výkazy společnosti O2

Ukazatel finanční samostatnosti je jedním z nejdůležitějších ukazatelů finanční stability a zadluženosti. Je to ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech, a udává do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. V našem případě se tento ukazatel pohybuje v rozmezí od 65 % do téměř 80 %. Tento ukazatel je poměrně vysoký, což je možné označit jako příznivé, jelikož to vypovídá o finanční stabilitě a samostatnosti podniku. Jak je zřejmé z Tab. 3. 5, ukazatel během sledovaného období narůstá s výjimkou roku 2006, kdy došlo k poklesu oproti předchozímu období o 2,7 %. Aktiva i vlastní kapitál sice rostly, ale v případě celkových aktiv byl nárůst výraznější, proto ukazatel mírně poklesl.

Dalším ukazatelem je **finanční páka** neboli **majetkový koeficient**. Vychází z předpokladu, že krytí potřeb převážně vlastními zdroji vede k vyššímu finančnímu zatížení podniku, jelikož se jedná o dražší způsob financování. Pokud je finanční páka kladná, je ROE větší než ROA. Hodnotí výši přínosu pro vlastníky. V našem případě je tento ukazatel stabilní a liší se jen o několik desetin procent mezi jednotlivými léty. Postupně tento ukazatel klesá, což je pro firmu pozitivní.

Ukazatel celkové zadluženosti neboli ukazatel věřitelského rizika je jedním ze základních ukazatelů a poměruje cizí kapitál k celkovým aktivům. Nejvyšší hodnoty dosáhl tento ukazatel v roce 2004 a to 34,177 % a nejnižší hodnoty v roce 2008 a to 20,172%. V roce 2005 byl zaznamenán pokles o více než 12 % oproti roku 2004. Celková aktiva i cizí kapitál klesly, zejména cizí kapitál o 16,21 mld. Kč. Od roku 2005 do roku 2008 byl rostoucí trend. V roce 2008 ukazatel klesl o více než 5 %. Důvodem byl pokles jak celkových aktiv, tak i cizího kapitálu.

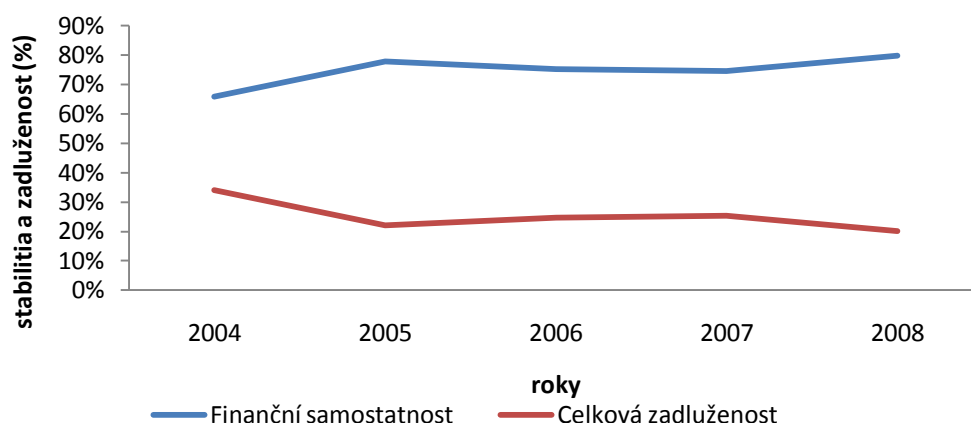
Ukazatel úrokového krytí poměruje zisk před úroky a daněmi s nákladovými úroky. Čím vyšší hodnoty ukazatel dosahuje, tím je situace pro podnik příznivější. V případě, že hodnota ukazatele nedosahuje 100 %, znamená to, že podnik není schopen pokrýt ani své současné nákladové úroky. Je-li ukazatel roven 100 %, pak podnik svou provozní činností pokrývá pouze tyto nákladové úroky a není schopen vytvořit žádný zisk. Jestliže přesahuje 100 %, udává, kolikrát jsou úroky kryty provozním ziskem. V našem případě splňuje podmínku, že je větší než 100 % v každém období. Nejvyšší je v roce 2008, kde dosahuje maxima. Ukazatel vykazoval nízké hodnoty v prvních dvou letech, příčinou byl nízký provozní zisk, jak již bylo popsáno v hodnocení ukazatele ROCE. Od roku 2006 byl ve vývoji zaznamenán význačný rostoucí trend, který opět ovlivnil vývoj provozního zisku.

Ukazatel úrokového zatížení je převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí, který vypovídá o tom, jakou část vytvořeného provozního výsledku hospodaření odčerpávají nákladové úroky. Čím vyšší je hodnota, tím je finanční situace pro podnik horší, neboť pak vydělává převážně na úhradu nákladových úroků. Trend tohoto ukazatele je opačný než trend ukazatele úrokového krytí, což je pro podnik příznivé. V prvních dvou letech je opět zaznamenána výrazně vyšší hodnota než v letech následujících. Důvody jsou stejné jako u předchozího ukazatele.

Hodnoty finanční samostatnosti a celkové zadluženosti jsou graficky znázorněny v Obr.3.2.

Obr.3.2: Srovnání ukazatelů finanční samostatnosti a celkové zadluženosti

Ukazatele finanční stability a zadluženosti



3.8.3 Hodnocení aktivity

Ukazatelé aktivity měří, jak je management podniku schopen využívat investované finanční prostředky, a měří také vázanost složek kapitálu v jednotlivých druzích krátkodobých i dlouhodobých aktiv.

Vypočtené ukazatelé aktivity lze vidět v Tab.3.6.

Tab. 3. 6: Ukazatele aktivity (ve dnech)

Ukazatele aktivity					
	2004	2005	2006	2007	2008
Obrátka celkových aktiv	0,288	0,298	0,520	0,557	0,623
Doba obratu aktiv	1249	1208	692	647	578
Doba obratu zásob	3	3	6	5	5
Doba obratu pohledávek	54	56	51	48	53
Doba obratu závazků	427	267	172	164	117

Zdroj: vlastní zpracování, výkazy společnosti O2

Ukazatel obrátky celkových aktiv neboli **rychlost obratu** vyjadřuje, intenzitu využití celkového majetku. Vyšší hodnoty znamenají, že podnik efektivně využívá svůj majetek. V našem případě tento ukazatel rok od roku stoupá, což je pro podnik velmi příznivé. V roce 2006 došlo ke dvojnásobnému nárůstu. Důvodem byl dvojnásobný nárůst výnosů oproti roku 2005 a to z hodnoty 32,275 mld. Kč v roce 2005 na 61,307 mld. Kč v roce 2006. V následujících letech ukazatel mírně roste, protože celková aktiva společnosti klesají a výnosy stále rostou.

Ukazatel doby obratu aktiv vyjadřuje, za jakou dobu dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Pro podnik je efektivní co nejkratší doba. Tento ukazatel měl v roce 2004 ještě hodnotu 1249 dní. Postupem času ho firma snižovala, až v roce 2008 dosáhl hodnoty 578 dní, což znamenalo, že klesl o více než polovinu oproti roku 2004. Klesající tendence je pro firmu velice pozitivní. Jelikož doba obratu aktiv je obrácenou hodnotou obrátky celkových aktiv, působí vývoj tohoto ukazatele protichůdně.

Ukazatel doby obratu zásob udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Výsledné hodnoty jsou rovněž udávány ve dnech. Pro podnik je pozitivní klesající vývoj v čase, protože s kratší dobou skladování se snižují také náklady s tím spojené. Příliš nízký stav zásob může ale naopak způsobit podniku spíše potíže z důvodů možných prostojů. V roce 2004 a 2005 se tento ukazatel pohyboval na úrovni 3 dnů. V roce 2006 došlo u zásob k více než čtyřnásobnému nárůstu z 216 mil. Kč v roce 2005 na 987 mil. Kč v roce 2006. Rovněž výnosy společnosti vzrostly dvojnásobně, jak již bylo uvedeno výše. Pokles v letech 2007 a 2008 byl způsobem mírným poklesem v oblasti zásob a pokračujícím růstem výnosů společnosti.

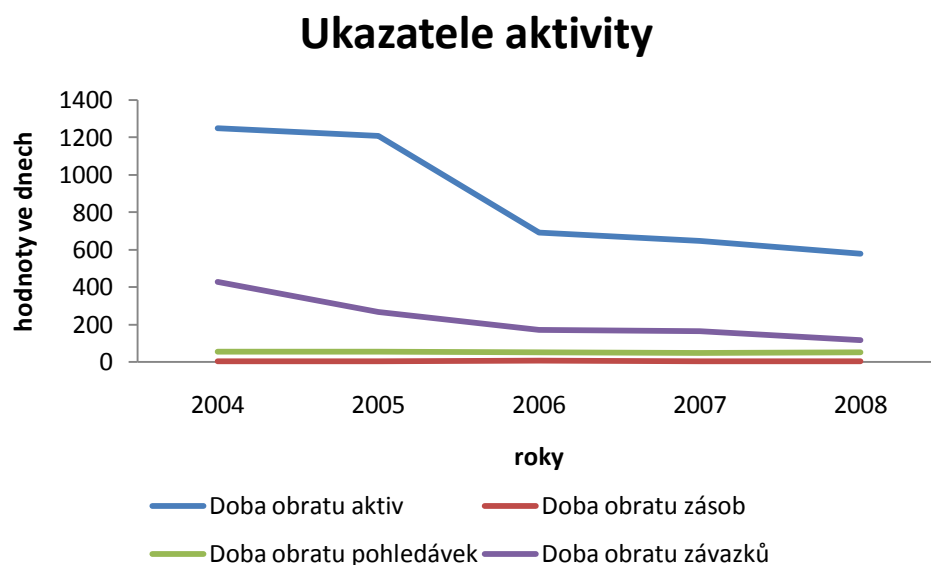
Doba obratu pohledávek vypovídá o tom, jak dlouho je majetek podniku vázán ve formě pohledávek. Pro podnik je optimální pokles hodnot v čase, protože tak podnik získává od odběratelů dříve finanční prostředky a také klesá riziko, že se stane dlužník nesolventním. Tento ukazatel v našem případě kolísá v rozmezí od 48 do 56 dní. V roce 2005 byl zaznamenán nárůst na 56 dnů z původních 54 dnů z roku 2004 vlivem poklesu výnosů. V následujících letech ukazatel mírně klesal. Jak pohledávky, tak i výnosy společnosti v tomto období rostly, avšak v případě výnosů šlo o nárůst velice významný, což vyplývá z vývoje předchozích ukazatelů. Výjimkou byl rok 2008, kdy došlo k opětovnému nárůstu tohoto ukazatele. V tomto roce výnosy stagnovaly na přibližně stejné úrovni, tj. 63 mld. Kč, zatímco pohledávky společnosti vůči jiným subjektům zaznamenaly nárůst.

Doba obratu závazků říká, jak rychle je podnik schopen splatit své závazky. Zde je rozmezí vyšší než u doby obratu pohledávek. Maximální hodnoty byla dosažena v roce 2004 a to 427 dní. Každým rokem tato hodnota klesá až na konečnou hodnotu 117 dní v roce 2008, tzn. klesla o 73 % oproti roku 2004. V roce 2005 hodnota závazků klesla o 17 mld. Kč, tj. o 40 % oproti roku 2004, zatímco hodnota výnosů v obou letech zůstala přibližně na stejné úrovni. V roce 2006 došlo v případě závazků k nárůstu o 5,3 mld. Kč. Výnosy v tomto roce vzrostly téměř dvojnásobně. Velmi výrazný nárůst výnosů zapříčinil pokles ukazatele i přes to, že u závazků došlo k nárůstu. V následujících letech se závazky společnosti snižovaly a výnosy zůstaly na přibližně stejné úrovni jako v roce 2006, tzn. doba obratu závazků nadále klesala.

V souvislosti s ukazateli aktivity se uplatňuje tzv. „pravidlo solventnosti“, které říká, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek. Během celého sledovaného období se toto pravidlo potvrdilo.

Výsledné hodnoty ukazatelů aktivity jsou zaznamenány v Obr. 3.3.

Obr. 3.3: Vývoj ukazatelů aktivity



Zdroj: vlastní zpracování

3.8.4 Hodnocení likvidity

Likvidita je jednou z nejdůležitějších oblastí finanční analýzy. Existuje dvojí pojetí likvidity, a to likvidita určité složky majetku, který představuje vyjádření vlastnosti této složky přeměnit se rychle na peněžní prostředky, a která bývá často označována jako likvidnost, likvidita podniku, která vyjadřuje schopnost podniku včas dostát svým závazkům. Vypočtené hodnoty ukazatelů likvidity zobrazuje Tab.3.7.

Tab. 3. 7: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity					
	2004	2005	2006	2007	2008
Celková likvidita	0,37	1,192	1,33	0,948	1,262
Pohotová likvidita	0,35	1,158	1,255	0,91	1,208
Okamžitá likvidita	0,014	0,372	0,575	0,483	0,512

Zdroj: vlastní zpracování, výkazy společnosti O2

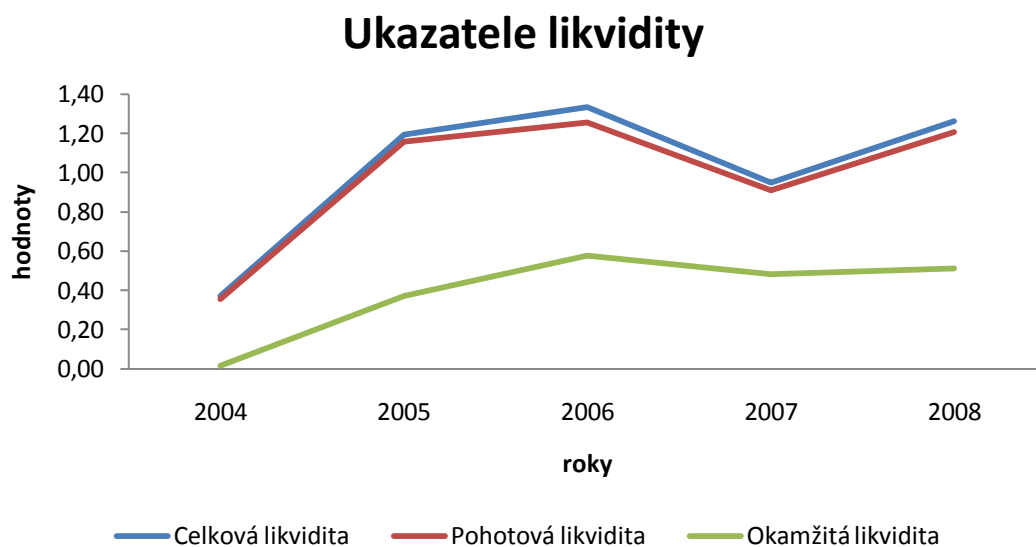
Ukazatel celkové likvidity mezi sebou poměruje oběžná aktiva a krátkodobé závazky. Za doporučené hodnoty se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5 a je vhodný pro srovnání mezi podniky s podobným charakterem činnosti. Analyzovaná společnost tohoto rozmezí nedosahuje. Nejvíce se blížila tomuto rozmezí v roce 2006 a to hodnotou 1,33. Minima dosáhl

v roce 2004 a to 0,37, v tomto roce oběžná aktiva společnosti dosáhla nejnižší hodnoty a tj. 5,7 mld. Kč a hodnota závazků byla naopak jedna z nejvyšších. V roce 2005 došlo k nárůstu oběžných aktiv o téměř 2 mld. Kč a zároveň velmi výraznému poklesu dlouhodobých závazků o 9,2 mld. Kč. To způsobilo, že ukazatel dosáhl hodnoty 1,192. V roce 2006 došlo k nejvýraznějšímu nárůstu oběžných aktiv v celém sledovaném období o 9,4 mld. Kč oproti roku 2005. Krátkodobé závazky rovněž vzrostly o 6,3 mld. Kč. Díky tomuto vývoji dosáhl ukazatel nejvyšší hodnotu jak již bylo zmíněno výše. Pokles zachycený v roce 2007 způsobil nárůst krátkodobých závazků, který byl oproti nárůstu u oběžných aktiv podstatně výraznější. Rok 2008 se vyvíjel opačně než rok 2007, to znamená, že oběžná aktiva klesla stejně jako krátkodobé závazky, u nichž byl pokles opět výraznější.

Ukazatel pohotové likvidity vylučuje z celkových oběžných aktiv položku zásoby. Tento ukazatel bude mít logicky nižší hodnotu než ukazatel celkové likvidity. V našem případě má velmi kolísavou tendenci. Pohybuje se v rozmezí 0,35-1,255. Ukazatel byl ovlivněn vývojem oběžných závazků, který je popsán v hodnocení předchozího ukazatele. Hodnoty obou těchto ukazatelů se pohybují na přibližně stejné úrovni, jelikož v případě analyzované společnosti tvoří zásoby zanedbatelnou část oběžných aktiv, to je dáno charakterem činnosti společnosti.

Ukazatel okamžité likvidity, do tohoto ukazatele vstupují pouze ty nejlikvidnější složky oběžných aktiv, tedy peníze na běžném účtu, peníze v hotovosti, cenné papíry a šeky. Za doporučené hodnoty se považuje rozmezí mezi 0,9-1,1. V podmínkách České republiky byla tato hranice snížena na 0,6. Tento ukazatel dosáhl svého maxima v roce 2006 a to 0,575. V roce 2008 se také přiblížil k doporučené hodnotě 0,6 a to hodnotou 0,512. V roce 2005 hodnota ukazatele vzrostla vlivem významného nárůstu pohotových peněžních prostředků a vlivem již výše zmíněného výrazného poklesu krátkodobých závazků. V roce 2006 došlo oproti předchozímu roku k mírnému nárůstu hodnoty ukazatele vlivem navýšení pohotových peněžních prostředků zhruba o 5 mld. Kč. Nárůst běžných závazků v tomto roce nebyl tak významný. Pokles v roce 2007 způsobil opět vývoj krátkodobých závazků, které vzrostly o více než 7 mld. Kč zatímco peněžní prostředky vzrostly pouze o 2,37 mld. Kč. Vývoj v roce 2008 je totožný s vývojem popsáním u předchozího ukazatele. Opět souhrn výsledků ukazuje Obr. 3.4.

Obr.3. 4: Vývoj ukazatelů likvidity



Zdroj: vlastní zpracování

3.9 Návrh dlouhodobého finančního plánu

Dlouhodobý finanční plán spočívá v sestavení plánové rozvahy a plánového výkazu zisku a ztráty v období let 2009 až 2017, tj. na 9 let.

Při sestavení dlouhodobého finančního plánu firmy O2 se vychází především z účetních údajů v období let 2004-2008.

3.9.1 Vstupní data

Jak již bylo zmíněno, základním východiskem pro tvorbu plánu jsou účetní údaje z let 2004-2008, zejména se jedná o rozvahu uvedenou v Tab. 3.8 a v Tab. 3.9 a výkazu zisku a ztráty v Tab.3.10.

Tab. 3.8: Vstupní data - Aktiva

(v mil. Kč)	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12. 2007	31.12 2008
AKTIVA					
Pozemky, budovy a zařízení	78613	68797	78686	70799	61198
Nehmotná aktiva	3085	1726	21508	21467	21702
Realizované CP	59	58	0	0	0
CP držené do splatnosti	31	29	27	0	0
Investice v přidružených společnostech	29488	29516	77	1300	1507
Ostatní finanční aktiva	268	252	376	565	377
Dlouhodobá aktiva	111544	100378	100674	94131	84784
Zásoby	266	216	987	743	743
Pohledávky	5072	4954	8579	8387	9248
Splatná daňová pohledávka	0	0	0	0	225
Realizované CP	117	0	56	0	0
CP držené do splatnosti	78	0	0	27	0
Peníze a peněžní ekvivalenty	214	2342	7298	9521	6972
Běžná aktiva	5747	7512	16920	18678	17188
Dlouhodobá aktiva určená k prodeji	0	360	203	328	96
AKTIVA celkem	117291	108250	117797	113137	102068

Tab. 3.9: Vstupní data - Pasiva

PASIVA					
Základní kapitál	32209	32209	32209	32209	32209
Emisní ážio	30816	30816	30816	30816	24374
Nerozdělený zisk	14180	21349	25590	21400	24896
Vlastní kapitál	77205	84374	88615	84425	81479
Úvěry a kontokorent (dlouhodobé)	16799	9324	9156	3062	3098
Odložená daň	3183	3409	4494	3353	3299
Dlouhodobé rezervy	2829	3580	2037	2146	402
Ostatní dlouhodobé závazky	1776	1262	805	452	175
Dlouhodobé závazky	24587	17575	16492	9013	6974
Krátkodobé finanční závazky	8671	35	207	6207	98
Závazky vůči věřitelům	5846	5858	10920	11732	12838
Splatná daň	736	249	728	859	0
Rezervy	246	159	835	901	679
Běžné závazky	15499	6301	12690	19699	13615
Závazky celkem	40086	23876	29182	28712	20589
PASIVA celkem	117291	108250	117797	113137	102068

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 3.10: Vstupní data – Výkaz zisku a ztráty

(v mil. Kč)	31.12.2004	31.12. 2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008
Výnosy	33809	32275	61307	63035	63613
Zisky z prodeje dlouhodobých aktiv	245	116	98	43	855
Aktivace dlouhodobého majetku	451	361	879	470	341
Provozní náklady	-18760	-18115	-33954	-34158	-35232
Snížení hodnoty aktiv	-56	-465	-253	-5	-85
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-14398	-12523	-16726	-14375	-12714
Provozní zisk	1291	1649	11351	15010	16778
Výnosové úroky a dividendy	8031	7016	148	402	446
Nákladové úroky	-1236	-748	-431	-438	-313
Ostatní finanční výnosy	703	28	26	3	-121
Zisk před zdaněním	8789	7945	11094	14977	16790
Daň z příjmu	-537	-781	-2772	-3083	-3697
Zisk	8252	7164	8322	11894	13093

Zdroj: vlastní zpracování

Při sestavování plánové rozvahy a plánového výkazu zisku a ztráty je nutné dodržet stejnou strukturu výkazů jako u předchozích.

3.9.2 Plán rozvahy

Za výchozí údaje se považují údaje z rozvahy v období 2004-2008, které jsou uvedeny v kapitole 3.9.1.

Při sestavování plánu pro období let 2009 až 2017 se vycházelo z následujících předpokladů:

Aktiva:

Pozemky, budovy a zařízení

Tato položka byla naplánovaná pomocí průměrného tempa růstu z let 2004-2008. Toto tempo růstu bylo vyčísleno ve výši -12,02 %. Do roku 2014 byla tedy hodnota pozemků, budov a zařízení snižována meziročně vždy o 12,02 %. Pro roky 2015 a 2016 se předpokládá vývoj totožný s rokem 2014. V roce 2017 pak dojde ke snížení položky o 282 mil. Kč.

Nehmotná aktiva

Položka nehmotná aktiva byla spočítána podobně jako výše uvedená položka aktiv, s tím rozdílem, že průměrné tempo růstu se vztahovalo pouze k období let 2007 a 2008. Toto

tempo růstu činilo 1,09 %. Do roku 2014 docházelo u položky k meziročnímu nárůstu o 1,09 %. Následující roky, tj. 2015-2017, byly totožné s rokem 2014.

Realizované CP

Tato položka bude nulová podle minulého vývoje

CP držené do splatnosti

Tato položka bude nulová podle minulého vývoje.

Investice v přidružených společnostech

Vzhledem k minulému vývoji předpokládáme konstantní výši.

Ostatní finanční aktiva

Pro tuto položku bylo zjištěno průměrné tempo růstu za období let 2004-2008, které činilo 15,06 %. Do roku 2011 docházelo k meziročnímu nárůstu o uvedených 15,06 %. Počínaje rokem 2012 jsou hodnoty v jednotlivých letech naplánovány následovně: 16 413 mil. Kč, 18 010 mil. Kč a 20 250 mil. Kč (toto číslo platí pro roky 2014-2017).

Zásoby

Zásoby se vypočítaly z poměru zásoby/výnosy a na základě tohoto výpočtu byl zjištěn průměr za roky 2004-2008, který činil 1,08 %, tzn. že v jednotlivých letech docházelo k určení položky zásob tak, že tvořily 1,08 % výnosů v příslušném roce.

Pohledávky

Stejným způsobem jako položka zásoby se stanovily i pohledávky, čili z poměru pohledávky/výnosy, kdy průměrná hodnota za období 2004-2008 činila 14,44 %, tzn. že v jednotlivých letech docházelo k určení položky pohledávek tak, že tvořily 14,44 % výnosů v příslušném roce.

Splatná daňová pohledávka

Splatnou daňovou pohledávku společnost nemá.

Realizace CP

CP byly naplánovány takto: v roce 2011 bude jejich hodnota 300 mil. Kč, v roce 2012 bude 350 mil. Kč a od roku 2013 budou naplánovány v konstantní výši 400 mil. Kč.

CP držené do splatnosti

Tato položka není naplánovaná, tudíž hodnota je nulová.

Peníze a peněžní ekvivalenty

Peníze a peněžní ekvivalenty byly naplánovány opět pomocí průměrného tempa růstu zjištěného za roky 2004-2008. Toto tempo růstu bylo vyčísleno ve výši 1,84 %. Do roku 2014 docházelo k meziročnímu nárůstu položky o uvedené procento. Roky 2015 a 2016 vykazovaly stejnou výši, jaké bylo dosaženo v roce 2014. Pro rok 2017 se předpokládá významný nárůst této položky na hodnotu 17 153 mil. Kč. Společnost v tomto roce předpokládá, že bude peněžní prostředky držet v hotovosti na běžném účtu.

Dlouhodobá aktiva určená k prodeji

Vychází se z poměru dlouhodobá aktiva určena k prodeji/celkový dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek. Z tohoto poměru byl zjištěn následně průměr podílů za období let 2004-2008, tj. 0,24 %. Tato položka se od roku 2009 zvyšovala o 0,24 % meziročně.

Pasiva:

Základní kapitál

Je stanoven po celou dobu plánu tj. od roku 2009 do roku 2017 v konstantní výši.

Emisní ažio

Vhledem k vývoji v minulosti se pro roky 2009-2016 předpokládá konstantní výše emisního ažia, tj. 23 374 mil. Kč. V roce 2017 dojde k poklesu o 10 mil. Kč.

Nerozdělený zisk

Položka je tvořena nerozdělenými zisky z minulých let, ke kterým se v jednotlivých letech připočítal výsledek hospodaření běžného účetního období snížený o odvody do rezervního fondu a ostatních fondů. Do rezervního fondu je odveden 5 % ze zisku, 10 % do ostatních fondů.

Úvěry a kontokorent

Tato položka je naplánována do roku 2014 pomocí průměrného tempa růstu zjištěného za roky 2007 a 2008, tzn. meziročně docházelo k nárůstu ve výši 1,18 %. Pro roky 2015-2017 opět platí, že jsou zcela totožné s rokem 2014.

Odložená daň

Daň se bude postupně meziročně snižovat a to o 1,61 %, určeno podle vývoje roku 2008.

Dlouhodobé rezervy

V případě položky dlouhodobé rezervy bylo opět zjištěno průměrné tempo růstu za období let 2004-2008, které činilo – 23,12 %. Do roku 2014 se položka o výše uvedené procento snižovala vždy oproti předchozímu roku. Roky 2015-2017 jsou naplánovány v konstantní výši 83 mil. Kč podle roku 2014.

Krátkodobé finanční závazky

Jsou ponechány v konstantní výši 100 mil. Kč.

Závazky vůči věřitelům

Položka byla vypočítána z průměru dvou posledních let, tj. 2007 a 2008. Hodnota činila 8,44 %. Tímto procentem se tato položka meziročně navyšovala. Od roku 2014 byla položka už v konstantní výši.

Splatná daňová pohledávka

Podle minulého vývoje, tj. roku 2008 byla nulová.

Rezervy

Byly naplánovány v konstantní výši 564 mil. Kč.

Na základě vypočtených hodnot byl vytvořen plán rozvahy pro roky 2009-2017. Rozvaha je zachycena v Tab. 3.11 a v Tab. 3.12.

Tab. 3. 11: Plánová rozvaha 2009-2017-aktiva

(v mil. Kč)	31.12. 2 009	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017
AKTIVA									
Pozemky, budovy a zařízení	53842	47370	41676	36667	32259	28382	28382	28382	28100
Nehmotná aktiva	21939	22178	22419	22664	22911	23161	23161	23161	23160
Realizované CP	0	0	0	0	0	1857	1857	1857	1857
CP držené do splatnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investice v přidružených společnostech	961	961	961	961	961	961	961	961	961
Ostatní finanční aktiva	434	499	574	16413	18010	20250	20250	20250	20250
Dlouhodobá aktiva	77176	71008	65631	76705	74142	74611	74611	74611	74328
Zásoby	65503	66727	67976	69246	70541	71860	71860	71860	88500
Pohledávky	74161	75546	76960	78398	79864	81358	81358	81358	116715
Splatná daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Realizované CP	0	0	300	350	400	400	400	400	400
CP držené do splatnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Peníze a peněžní ekvivalenty	7100	7231	7364	7499	7637	7778	7778	7778	17153
Běžná aktiva	146764	149504	152600	155493	158442	161396	161396	161396	222768
Dlouhodobá aktiva určená k prodeji	182	167	154	142	132	124	124	124	124
AKTIVA celkem	224122	220679	218385	232341	232716	236130	236130	236130	297220

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 3. 12: Plánová rozvaha 2009-2017-pasiva

(v mil. Kč)	31.12. 2009	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017
PASIVA									
Základní kapitál	32209	32209	32209	32209	32209	32209	32209	32209	32209
Emisní ažio	24374	24374	24374	24374	24374	24374	24374	24374	24374
Nerozdělený zisk	23594	37314	53393	71962	91380	113865	113865	113865	113865
HV BO	16141	18917	21845	22845	26453	31950	31950	31950	85072
Rezervní fond, ostatní fondy	2421	2838	3277	3427	3968	4793	4793	4793	12761
Vlastní kapitál	98739	115651	135098	154816	178384	207190	207190	207190	268281
Úvěry a kontokorent (dlouhodobé)	3135	3172	3209	3247	3285	3324	3324	3324	3324
Odložená daň	3246	3194	3142	3091	3042	2993	2993	2993	2993
Dlouhodobé rezervy	309	238	183	141	108	83	83	83	83
Ostatní dlouhodobé závazky	56406	37113	28000	26000	6983	1000	1000	1000	1000
Dlouhodobé závazky	63096	43717	34534	32479	13418	7400	7400	7400	7400
Krátkodobé finanční závazky	47801	45650	31818	26729	21100	100	100	100	100
Závazky vůči věřitelům	13922	15097	16371	17752	19251	20875	20875	20875	20875
Splatná daň	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy	564	564	564	564	564	564	564	564	564
Běžné závazky	62287	61311	48753	45045	40915	21539	21539	21539	21539
Závazky celkem	125383	105028	83287	77524	54333	28939	28939	28939	28939
PASIVA celkem	224122	220679	218385	232341	232716	236130	236130	236130	297220

Zdroj: vlastní zpracování

3.12.3 Plán výkazu zisku a ztráty

K sestavení plánu výkazu zisku a ztráty se bude vycházet z výkazu zisku a ztráty 2004-2008 viz Tab. 3.12 a Tab. 3. 13.

Údaje potřebné k sestavení výkazu zisku a ztráty jsou následující:

Výnosy

Na základě průměru hodnot z roku 2007 a 2008 byla zjištěno průměrné tempo růstu ve výši 1, 87 %. Dochází k meziročnímu konstantnímu nárůstu o 1,87 % až do roku 2014. Od roku 2014 podnik plánuje konstantní výši v částce 71 092 mil. Kč.

Zisk z prodeje dlouhodobých aktiv

Tato položka se zvýší meziročně o 0,33 %. Hodnota byla vypočtena z poměru zisk z prodeje dlouhodobých aktiv/celková dlouhodobá hmotná a nehmotná aktiva.

Aktivace

Průměrné meziroční tempo růstu bylo vypočteno z hodnot roků 2004-2008. Hodnota byla 12,39 %. O toto procento se tato položka každoročně navyšovala.

Provozní náklady

Z poměru provozní náklady/výnosům byla vypočtena hodnota 55 % v průměru, tzn. že provozní náklady budou 55 % z hodnoty výnosů.

Snížení hodnoty aktiv

Plánovány v konstantní výši 50 mil. Kč.

Odpisy

Z poměru odpisy/ celkový dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek bylo zjištěno procento ve výši 16,60. Tato položka se bude každoročně snižovat o tuto hodnotu vzhledem ke snižující se hodnotě majetku.

Výnosové úroky a dividendy

Z poměru výnosové úroky/ostatní finanční aktiva, kdy průměrná hodnota byla vypočtena z průměrů za roky 2004-2008. Hodnota činila 76,27 %. Tato položka se meziročně navyšovala o 76, 27 %.

Nákladové úroky

Z poměru nákladové úroky/úvěry a kontokorent. Úroky se meziročně zvyšují o 4,25 %.

Ostatní finanční výnosy

V roce 2009 se předpokládá zvýšení této položky na 194 mil. Kč a v následujících letech dochází k meziročnímu růstu o 2 %.

Daň z příjmu

Pro následující roky jsou určeny tyto sazby: rok 2009 je sazba 20 %, pro ostatní následující roky pak 19 %.

Z těchto údajů je sestaven plán výkazu zisku a ztráty pro roky 2009-2017 a je zobrazen v Tab.3.13.

Tab. 3. 13: Plán výkazu zisku a ztráty

(v mil. Kč)	31.12. 2009	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016	31.12. 2017
Výnosy	64803	66014	67249	68506	69787	71092	71092	71092	71092
Zisky z prodeje dlouhodobých aktiv	858	861	863	866	869	872	872	872	872
Aktivace dlouhodobého majetku	383	431	484	544	611	687	687	687	687
Provozní náklady	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Snížení hodnoty aktiv	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	10603	-8843	-7375	-6151	-5130	-4278	-4278	-4278	-3568
Provozní zisk	19545	21897	23973	25822	27485	28999	28999	28999	29709
Výnosové úroky a dividendy	786	1386	2443	4306	7590	13378	13378	13378	13378
Nákladové úroky	-326	-340	-355	-370	-385	-402	-402	-402	-419
Ostatní finanční výnosy	194	198	202	206	210	214	214	214	214
Zisk před zdaněním	20198	23140	26262	29963	34900	42189	42189	42189	42189
Daň z příjmu	-3614	-3361	-3117	5693	6631	8016	8016	8016	55363
Zisk	16584	19779	23145	24270	28269	34173	34173	34173	85072

Zdroj: vlastní zpracování

4 OCENĚNÍ PODNIKU

Pro ocenění firmy Telefónica O2 Czech Republic, a. s., byly vybrány čtyři metody ocenění. Oceňování bude provedeno metodou DCF entity, DCF equity, metodou kapitalizovaných zisků a ekonomickou přidanou hodnotou EVA.

Jako první metoda bude použita metoda DCF entity, kdy podnik je oceněn jako celek, druhá metoda bude DCF equity, kdy bude oceněn pouze vlastní kapitál společnosti, třetí metoda bude metoda kapitalizovaných zisků a jako čtvrtá metoda se použije metoda ekonomické připadané hodnoty podniku EVA.

Všechny čtyři metody byly vypočteny pomocí třífázové metody. V první fázi, která trvá 5 let, podnik předpokládá růst a to z důvodu, že se marketing podniku zaměří na konkurenci a pomocí svých nabídek a reklamních kampaní bude chtít přilákat zákazníky od konkurence i získat nové zákazníky, což podniku zvedne tržby. Ve druhé fázi, která trvá 3 roky, podnik předpokládá konstantní výši. A to proto, že v minulých pěti letech se nažila společnost přilákat zákazníky od konkurence, a za toto období buď již přešli nebo zákazníci zůstali u svých původních operátorů. A ve třetí fázi, která bude trvat od roku 2017 a dále, společnost plánuje vysoký růst zisku, a to je způsobeno tím, že na trh uvede nové služby a produkty, o které budou mít zákazníci zájem.

4.1 Metoda DCF entity

U této metody je oceňován celkový kapitál společnosti. V případě metody DCF entity se vychází z volných peněžních toků pro vlastníky i pro věřitele Tyto peněžní toky FCFF je potřeba diskontovat náklady celkového kapitálu R_A . Informace potřebné pro výpočet jsou čerpány z finančního plánu. Finanční plán je totiž základem pro ocenění podniku výnosovými metodami.

Postup výpočtu:

- a) výpočet volných peněžních toků FCFF,
- b) výpočet diskontního faktoru,
- c) výpočet nákladu celkového kapitálu R_A ,
- d) výpočet diskontovaných peněžních toků,
- e) výpočet hodnoty za jednotlivé fáze ocenění,

- f) výpočet pokračující hodnoty,
- g) součet všech fází ocenění.

4.1.1 Stanovení finanční toků FCFF

Údaje o plánovaném zisku byly získány z dlouhodobého finančního plánu, rovněž také odpisy, změna čistého pracovního kapitálu, plánovaných investic a splátkách úvěrů. Z těchto dostupných údajů byly následně vypočítány FCFF pro jednotlivé roky plánu. Volně peněžní toky byly počítány podle vzorce (1.23).

Výpočet FCFF zobrazuje Tab. 4.1.

Tab. 4.1: Výpočet FCFF

Výpočet FCFF	1. fáze					2.fáze			3.fáze a dále
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
+ zdaněné úroky	261	276	287	299	312	325	325	325	339
+ čistý zisk	16584	19779	23145	24270	28269	34173	34173	34173	85072
+ odpisy	10603	8843	7375	6151	5130	4278	4278	4278	4278
- změna ČPK	80905	3716	15654	6601	7080	22329	0	0	61372
- investice	-7608	-6168	-5377	11074	-2563	469	0	0	-282
FCFF	-45848	31350	20531	13046	29194	15979	38777	38777	28600

Zdroj: vlastní zpracování

Položka zdaněné úroky byla vypočítána jako součin nákladových úroků a sazby daně z příjmu pro příslušný rok. V roce 2009 činila sazba daně z příjmu právnických 20 % dle zákona o daních z příjmu, v ostatních plánovaných letech se předpokládá sazba daně platná pro rok 2010 tj. 19 %. Investice byly zjištěny jako meziroční rozdíl dlouhodobého hmotného majetku. Meziroční rozdíly dlouhodobého majetku jsou uvedeny v Tab. 4. 3. Výpočet změny čistého pracovního kapitálu je uveden v Tab.4.2.

Tab. 4. 2: Výpočet změny ČPK

ČPK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Oběžná aktiva	17188	146764	149504	152600	155493	158442	161396	161396	161396	222768
Krátkodobé závazky	13615	62287	61311	48753	45045	40915	21539	21539	21539	21539
ČPK	3573	84478	88193	103847	110448	117528	139857	139857	139857	201229
Δ ČPK		80905	3716	15654	6601	7080	22329	0	0	61372

Zdroj: vlastní zpracování

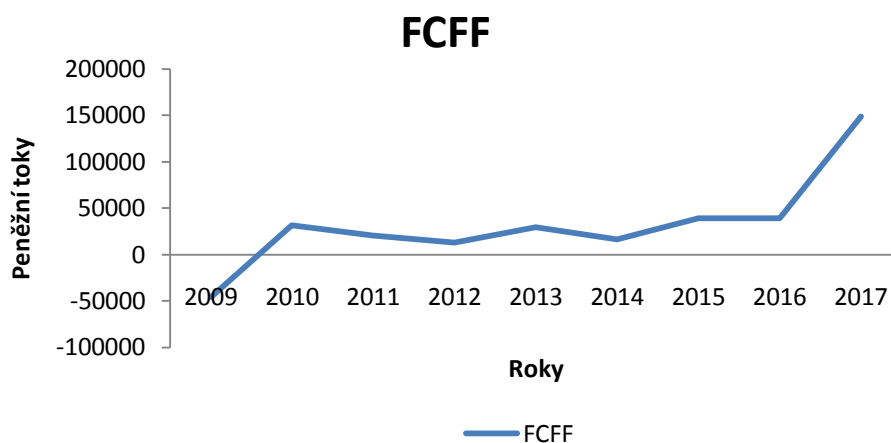
Tab. 4.3: Výpočet změny investice

Investice	84784	77176	71008	65631	76705	74142	74611	74611	74611	74328
Δ investice		-7608	-6168	-5377	11074	-2563	469	0	0	-282

Zdroj: vlastní zpracování

Nulové hodnoty v letech 2015 a 2016 u položek investice a změna ČPK jsou způsobeny skutečností, že předpokladem pro tyto plánované roky bylo, že budou zcela totožné s rokem 2014.

Vývoj FCFF je znázorněn v Obr. 4.1

Obr. 4.1: Vývoj FCFF

Zdroj: vlastní zpracování

4.1.2 Stanovení nákladu kapitálu

Metoda DCF Entity pracuje s peněžními toky jako celkem FCFF, které se musí diskontovat náklady na celkový kapitál RA. Pro výpočet těchto nákladů je nutné vyčíslit průměrné náklady na celkový kapitál RA. Tyto náklady budou určeny pomocí stavebnicové metody.

Stavebnicové modely využívá i u nás Ministerstvo průmyslu a obchodu a tyto modely jsou nejčastěji v ekonomice využívány. Využívají ho ty ekonomiky, které nemají dostatečně vyvinutý kapitálový trh a tržní ekonomika funguje pouze krátkou dobou.

Náklady na celkový kapitál budou vypočteny podle stavebnicového modelu MPO, který se skládá ze součtu bezrizikové sazby a rizikových přírážek.

Tento stavebnicový model se pak uvádí pro výpočet nákladů u nezadluženého podniku $WACC_U$ vzorec.

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} \quad (4.1)$$

kde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Bezriziková sazba R_F je určena pro období 2009-2017 podle výnosu do splatnosti (YTM) dlouhodobých státních dluhopisů. Průměrné sazby byly vypočítány pomocí aritmetického průměru nákupu a prodeje. Sazby pro jednotlivé roky jsou vyčísleny v Tab. 4.4.

Tab. 4.4: Výpočet bezrizikové sazby

Výpočet R_f bezrizikové sazby			
Rok	Hodnoty (výnos do splatnosti v %)		
	Nákup	Prodej	Průměr
2009			2,41
2010	6,06	4,66	5,36
2011	1,6	1,34	1,47
2012	2,4	2,2	2,30
2013	2,42	2,27	2,35
2014			2,78
2015	3,26	3,16	3,21
2016	3,24	3,12	3,18
2017	3,63	3,52	3,58
2018	3,92	3,83	3,88
2019	4,07	3,98	4,03

Zdroj: vlastní zpracování

Riziková přírážka za podnikatelské riziko $R_{podnikatelské}$ je závislá na ukazateli EBIT/A, který je porovnáván s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Tento ukazatel je definován následovně

$$X1 = \frac{K + BU + O}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O} \quad (4.2)$$

$$\begin{aligned}
&\text{Je-li } \frac{EBIT}{A} > X1, \text{ pak } R_{\text{podnikatelské}} = 0\%, \\
&\text{je-li } \frac{EBIT}{A} < 0, \\
&\text{je-li } \frac{EBIT}{A} \geq 0 \wedge \frac{EBIT}{A} \leq X1, \text{ pak } R_{\text{podnikatelské}} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{10 \cdot X1^2}.
\end{aligned} \tag{4.3}$$

Tab. 4.5: Výpočet přírážky za obchodní podnikatelské riziko

Výpočet R podnikatelské									
Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
X1	0,39%	0,60%	0,87%	1,00%	3,04%	8,32%	8,32%	8,32%	8,32%
EBIT/A	8,72%	9,92%	10,98%	11,11%	11,81%	12,28%	12,28%	12,28%	10,00%
R podnikatelské	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab.4.5 lze vidět, že ve všech letech je ukazatel X1 menší než ukazatel EBIT/A, tudíž riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko je ve všech letech 0 %.

Při určení **rizikové přírážky za finanční stabilitu** R_{finstab} je základem stanovení ukazatele celkové likvidity OA/krátkodobé závazky,

CL, který je srovnáván s mezní hodnotou likvidity, XL.

Je-li průměr průmyslu nižší než 1,25, pak horní hranice XL = 1,25,

je-li průměr průmyslu větší než 1,25, pak se XL rovná průměru průmyslu.

Pokud $CL > XL$, pak $R_{\text{finstab}} = 0\%$,

pokud $CL < 1$, pak $R_{\text{finstab}} = 10\%$,

$$\text{pokud } XL > CL > 1, \text{ pak } R_{\text{finstab}} = \frac{XL - \text{celková likvidita}}{10 \cdot (XL - 1)}. \tag{4.4}$$

Průměrná likvidita průmyslu byla odhadnuta podle subjektivního názoru, a to podle minulých vývojů těchto ukazatelů v období let 2003-2007. Z těchto hodnot se vzal průměr a výsledek XL byl 1,63. Tato hodnota byla použita pro veškerá období.

Tab. 4.6: Výpočet rizikové přírážky za riziko finanční stability

Výpočet R finanční stability									
Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
celková likvidita	2,36	2,44	3,13	3,45	3,87	7,49	7,49	7,49	10,34
XL	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63
R _{finanční stability}	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: vlastní zpracování

Protože hodnoty celkové likvidity byly pro všechny roky vyšší než je ukazatel X1, je riziková přírážka z finanční stability stanovena na 0 % pro všechny roky. Hodnoty, které jsou potřebné pro stanovení této přírážky uvádí Tab. 4.6.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA} je závislá na vyčíslení úplatných zdrojů (tj. $UZ = (VK+BU+O)/A$) a stanoví se takto:

Je-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0\%$,

je-li $UZ < 100$ mil Kč $\rightarrow R_{LA} = 5\%$,

$$\text{je-li } 3 \text{ mld. Kč} > UZ < 100 \text{ mil. Kč} \rightarrow R_{LA} = \frac{\text{3 mld. Kč} - UZ}{168,2} \dots \quad (4.5)$$

Tab. 4.7: Výpočet přírážky za velikost podniku

Výpočet R _{LA}									
Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UZ	59541	40285	31209	29247	10268	4324	4324	4324	4324
R _{LA}	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Zdroj: vlastní zpracování

Protože hodnota úplatných zdrojů nepřekročila v žádném roce částku 3 mil. Kč, pak je riziková přírážka za velikost podniku 5 %. Údaje lze vidět v Tab. 4.7.

V souhrnné tabulce lze vidět vyčíslené průměrné hodnoty nákladů na celkový kapitál nezadlužené firmy $WACC_U$. Výpočet je vyjádřen součtem položek v Tab.4.8.

Tab. 4.8: WACC nezadlužené firmy

Hodnoty nákladů kapitálu v jednotlivých letech 2009 -2014									
Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
R _f	2,41%	5,36%	1,47%	2,30%	2,35%	2,78%	3,21%	3,18%	3,58%
R _{LA}	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
R _{podnikatelské}	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
R _{fin.stability}	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Zdroj: vlastní zpracování

Podle stavebnicového modelu MPO jsou celkové náklady zadlužené firmy určeny takto,

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot d\right) \quad (4.6)$$

a náklady vlastního kapitálu takto,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \left(1 - d\right) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (4.7)$$

Postup výpočtů nákladů na vlastní kapitál je uveden v Tab.4.9, kde jsou uvedeny veškeré mezivýpočty.

Tab. 4.9: Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
WACC _u	0,0741	0,1036	0,0647	0,0730	0,0735	0,0778	0,0778	0,0778	0,0778
UZ/A	0,7062	0,7066	0,7615	0,7922	0,8107	0,8958	0,8958	0,8958	0,9138
1-t	80%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%
Ú (nákladové úroky)	326	340	355	370	385	402	402	402	419
BU+OBL	59541	40285	31209	29247	10268	4324	4324	4324	4324
VK/A	0,4406	0,5241	0,6186	0,6663	0,7665	0,8774	0,8774	0,8774	0,8774
R _E	11,61%	13,73%	7,75%	8,49%	7,60%	7,79%	7,79%	7,79%	7,78%

Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Metoda DCF equity

Metody DCF odvozují hodnotu podniku od budoucích výnosů, a převádějí je na současnou hodnotu. Jestliže chceme použít metodu DCF equity pro ocenění našeho podniku, je nezbytné provést predikci finančních toků, které budou generovány firmou plynoucí vlastníkům.

U metody DCF equity se používají volné peněžní toky pouze pro vlastníky FCFE a tyto se diskontují pomocí nákladů vlastního kapitálu R_E .

Postup výpočtu:

1. výpočet volných peněžních toků FCFE,
2. výpočet nákladu vlastního kapitálu R_E ,
3. výpočet diskontního faktoru,
4. výpočet diskontovaných peněžních toků,
5. určení hodnoty za jednotlivé fáze,
6. výpočet celkové hodnoty podnik.

4.2.1 Stanovení finančních toků FCFE

Údaje o plánovaném zisku byly získány z dlouhodobého finančního plánu, rovněž také odpisy, změna čistého pracovního kapitálu, plánovaných investic, čerpání úvěrů a splátkách úvěrů. Z těchto dostupných údajů byly následně vypočítány FCFE pro jednotlivé roky plánu. Postup pro výpočet FCFE se řídí vzorcem (1.25).

Výpočet FCFE zobrazuje Tab. 4.10.

Tab. 4.10: Výpočet FCFE

Výpočet FCFE	1. fáze					2.fáze			3.fáze a dále
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
+ čistý zisk	16584	19779	23145	24270	28269	34173	34173	34173	85072
+ odpisy	10603	8843	7375	6151	5130	4278	4278	4278	4278
- změna ČPK	80905	3716	15654	6601	7080	22329	0	0	61372
+ splátky úvěru/- čerpání	3135	37	37	38	38	39	0	0	0
- investice	-7608	-6168	-5377	11074	-2563	469	0	0	-282
FCFE	-42974	31112	20281	12784	28920	15693	38451	38451	28260

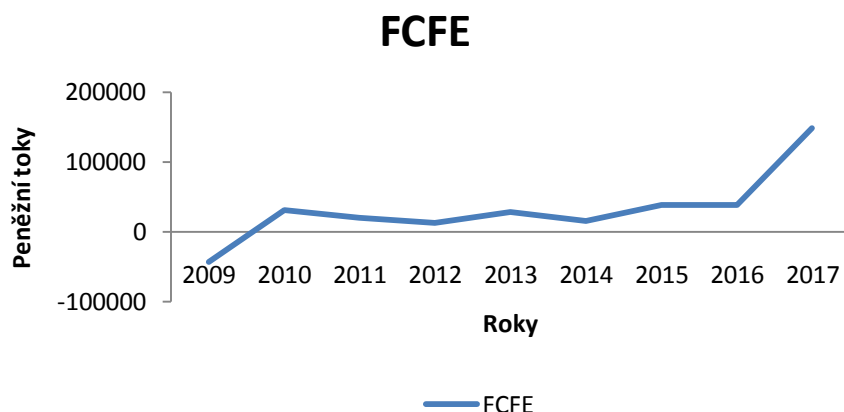
Zdroj: vlastní zpracování

Položky čistý zisk, odpisy, změna ČPK a investice byly převzaty z hodnocení Tab. 4.1. Tyto položky jsou stejné při výpočtu FCFE i FCFF.

Splátky úvěru/čerpání úvěru byly převzaty z plánované rozvahy a vypočteny meziroční přírůstky/úbytky úvěrů a kontokorentů.

V Obr. 4.2 je znázorněn vývoj FCFE.

Obr. 4.2: Vývoj FCFE



Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Ocenění metodami DCF Entity a DCF equity

Pro ocenění metodami DCF entity (oceněn je celkový kapitál podniku) a DCF equity (oceněn je vlastní kapitál podniku) byla zvolena třífázová metoda.

První fáze u obou metod trvá 5 let (tj. od roku 2009 do roku 2013). Po skončení první fáze následuje fáze druhá, která trvá 3 roky (tj. od roku 2014 do roku 2016). A po ukončení druhé fáze bude následovat třetí fáze, u které se předpokládá nekonečné trvání podniku.

U třetí fáze se vychází z toho, že lze stanovit pouze budoucí trend vývoje finančních toků. U výpočtu pro třetí fázi budou předpokladem konstantní výše finančních toků. Určení hodnoty podniku budou podle vzorce (1.39).

Pro stanovení hodnot podniku pro obě metody je třeba diskontovat finanční toky FCFF i FCFE v jednotlivých letech pomocí příslušných nákladů na kapitál.

Výsledná hodnota podniku je stanovena jako součet současných hodnot budoucích toků podniku ve všech třech fázích. V Tab. 4.11 a Tab 4.12 jsou vypočteny hodnoty diskontních faktorů pro příslušné roky a diskontované finanční toky v jednotlivých letech.

Tab. 4.11: Výpočet diskontovaných FCFF

Diskontované FCFF	1. fáze					2.fáze			3.fáze a dále
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FCFF	-45848	31350	20531	13046	29194	15979	38777	38777	28600
WACC= R_A	7,02%	10,00%	6,29%	7,13%	7,29%	7,75%	7,75%	7,75%	7,76%
Diskontní faktor	0,9344	0,8495	0,7992	0,7460	0,6953	0,6453	0,5989	0,5558	0,5158
dc FCFF	-42842	26632	16408	9732	20300	10311	23223	21552	14751

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 4.12: Výpočet diskontovaných FCFE

Diskontované FCFE	1. fáze					2.fáze			3.fáze a dále
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FCFF	-42974	31112	20281	12784	28920	15693	38451	38451	28260
R_E	11,61%	13,73%	7,75%	8,49%	7,60%	7,79%	7,79%	7,79%	7,78%
Diskontní faktor	0,8959	0,7878	0,7311	0,6739	0,6263	0,5811	0,5391	0,5002	0,4641
dc FCFE	-38503	24509	14827	8616	18114	9119	20730	19233	13115

Zdroj: vlastní zpracování

Poté je stanovena hodnota celkového kapitálu podniku i vlastního kapitálu v jednotlivých fázích a také celková hodnota podniku pro jednotlivé metody.

Hodnota celkového kapitálu v první fázi podle DCF entity je 30 230 mil. Kč, ve druhé fázi na 55 086 mil. Kč a ve třetí fázi, kdy předpokladem je nekonečné trvání podniku, byl celkový kapitál stanoven na 190 128 mil. Kč. Pro výpočet hodnoty společnosti ve třetí fázi je nutné spočítat nejprve pokračující hodnotu, která udává hodnotu firmy za třetí fázi k počátku třetí fáze. Pokračující hodnota dle metody DCF entity byla 368 625 mil. Kč.

Celková hodnota podniku stanovena metodou DCF entity společnosti Telefónica 02 Czech Republic, a. s., je 275 443 mil. Kč.

Výsledky jsou uvedeny v Tab. 4.13.

Tab. 4.13: Hodnota celkového kapitálu metodou DCF entity (v mil. Kč)

Hodnota 1. fáze	30 230
Hodnota 2. fáze	55 086
Pokračující hodnota	368 625
Hodnota 3. fáze	190 128
Hodnota celkového kapitálu	275 443

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu v první fázi podle DCF equity je hodnota vlastního kapitálu ohodnocena na 27 563 mil. Kč, ve druhé fázi na 49 081 mil. Kč a ve třetí fázi, kdy

předpokladem je nekonečné trvání podniku, byl vlastní kapitál stanoven na 168 636 mil. Kč. Pro výpočet hodnoty společnosti ve třetí fázi je nutné spočítat nejprve pokračující hodnotu, která udává hodnotu firmy za třetí fázi k počátku třetí fáze. Pokračující hodnota dle metody DCF equity byla 363 374 mil. Kč.

Hodnota vlastního kapitálu metodou DCF equity společnosti Telefónica 02 Czech Republic, a. s. je 245 280 mil. Kč.

Výsledky jsou uvedeny v Tab. 4.14.

Tab. 4.14: Hodnota vlastního kapitálu metodou DCF equity (v mil. Kč)

Hodnota 1. fáze	27 563
Hodnota 2. fáze	49 081
Pokračující hodnota	363 374
Hodnota 3. fáze	168 636
Hodnota vlastního kapitálu	245 280

Zdroj: vlastní zpracování

4.4 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu současné hodnot budoucích zisků. Tato metoda má dvě základní metody a to paušální a analytickou. V této práci bude použita pouze jedna metoda, analytická.

4.4.1 Metoda analytická

Tato metoda nevychází z historického vývoje jako metoda paušální, ale z predikovaného čistého zisku. Metodou analytickou se oceňuje pouze hodnota vlastního kapitálu. Jako základ pro výpočet byl použit dlouhodobý finanční plán.

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu je uveden v Tab. 4.15. Postup výpočtu byl proveden v těchto krocích:

1. Predikovaný čistý zisk nebylo nutné upravit o korekce, protože v dlouhodobém finančním plánu se neplánují mimořádné náklady ani mimořádné výnosy, proto upravené čisté zisky se rovnají predikovaným.

2. V dalším kroku jsou stanoveny náklady na vlastní kapitál. Tento krok byl proveden pro potřeby stanovení hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody DCF equity.
3. Predikované čisté zisky byly následně diskontovány náklady na vlastní kapitál.

Tab. 4.15: Analytická metoda kapitalizovaných zisků

INFA	1. fáze					2.fáze			3.fáze a dále
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Predikce zisku	16584	19779	23145	24270	28269	34173	34173	34173	85072
R_E	11,61%	13,73%	7,75%	8,49%	7,60%	7,79%	7,79%	7,79%	7,78%
Diskontní faktor	0,8959	0,7878	0,7311	0,6739	0,6263	0,5811	0,5391	0,5002	0,4641
dc zisku	14859	15582	16922	16356	17705	19858	18424	17093	39481

Zdroj: vlastní zpracování

4. Jako u metody DCF equity se zde použije třífázový přístup. Hodnota vlastního kapitálu v první fázi je 81 424 mil. Kč, ve fázi druhé 55 374 mil. Kč a ve třetí fázi 507 643 mil. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu pomocí analytické metody kapitalizovaných zisků je 644 441 mil. Kč. Pro výpočet hodnoty společnosti ve třetí fázi je nutné spočítat nejprve pokračující hodnotu, která udává hodnotu firmy za třetí fázi k počátku třetí fáze. Pokračující hodnota dle metody kapitalizovaných zisků byla 1 093 858 mil. Kč.

Výsledky jsou znázorněny v Tab. 4.16.

Tab. 4.16: Výpočet hodnoty VK analytickou metodou kapitalizovaných zisků (v mil. Kč)

Hodnota 1. fáze	81 424
Hodnota 2. fáze	55 374
Pokračující hodnota	1 093 858
Hodnota 3. fáze	507 643
Hodnota VK	644 441

Zdroj: vlastní zpracování

4.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Pro ocenění podniku metodou ekonomické přidané hodnoty byla zvolena varianta entity, pomocí které se vypočítá hodnota vlastního kapitálu podniku.

Postup výpočtu:

1. Výpočet čistých operačních aktiv NOA.
2. Výpočet operačního výsledku hospodaření NOPAT.
3. Výpočet nákladu celkového kapitálu RA.
4. Výpočet a diskontování EVA.
5. Výpočet tržního ocenění VK.

4.5.1 Propočet čistých operačních aktiv NOA

Propočet NOA je uveden v Tab. 4.17. Postup výpočtu je následující: od celkových aktiv společnosti O2 se odečtou potřebná neoperační aktiva, tzn. realizované CP krátkodobé, realizované CP dlouhodobé a krátkodobé závazky. Tímto způsobem stanovíme položku NOA. Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je tato položka upravena na její průměrnou hodnotu. Průměrná NOA se spočítají pomocí aritmetického průměru k 31. 12. daného roku a k 31. 12. předcházejícího roku.

Tab. 4. 17: Výpočet NOA (v mil. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva	102068	224122	220679	218385	232341	232716	236130	236130	236130	297220
- realizované CP krátkodobé	0	0	0	0	0	0	1857	1857	1857	1857
- realizované CP dlouhodobé	0	0	0	300	350	400	400	400	400	400
- krátkodobé závazky	13615	62287	61311	48753	45045	40915	21539	21539	21539	21539
NOA	88453	161836	159368	169332	186945	191402	212334	212334	212334	273424
Průměrné NOA	x	125144	160602	164350	178139	189174	201868	212334	212334	242879

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.2 Výpočet operačního výsledku hospodaření

Výpočet je uveden v Tab.4.18. Postup výpočtu je následující: provozní výsledek hospodaření byl převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Vzhledem k tomu, že je výkaz

zisku a ztráty ve zkráceném rozsahu, nebylo možné provést příslušné opravy. Proto se operační výsledek hospodaření před zdaněním (NOPBT) rovna vykázanému provoznímu výsledku hospodaření.

Operační výsledek hospodaření před zdaněním je dále nutné snížit o daň, čímž získáme potřebný výsledek hospodaření. V roce 2009 byla sazba daně 20 % podle zákona o daních z příjmu. Počínaje rokem 2010 byla sazba snížena na 19 % podle sníženého zákona.

Tab. 4. 18: Výpočet NOPAT (v mil. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní výsledek hospodaření	19545	21897	23973	25822	27485	28999	28999	28999	29709
Operační zisk před daní (NOPBT)	19545	21897	23973	25822	27485	28999	28999	28999	29709
- daň	3909	4160	4555	4906	5222	5510	5510	5510	5645
NOPAT	15636	17737	19418	20916	22263	23489	23489	23489	24064

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.3 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota byla vypočtena podle vzorce (1.44). Uvedený vzorec je potřeba opravit, tzn. že místo NOA budou použity pro výpočet průměrná NOA. Jednotlivé položky výpočtu včetně výsledné hodnoty EVA jsou uvedeny v Tab.4.19.

Tab. 4. 19: EVA entity (v mil. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT	15636	17737	19418	20916	22263	23489	23489	23489	24064
Průměrné NOA	125144	160602	164350	178139	189174	201868	212334	212334	242879
R_A	0,0702	0,1000	0,0629	0,0713	0,0729	0,0775	0,0775	0,0775	0,0776
EVA	6855	1675	9073	8222	8476	7838	7027	7027	5221

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.4 Ocenění vlastního kapitálu podniku pomocí metody EVA- entity

K ocenění pomocí metody EVA-entity byla rovněž využita třífázová metoda, kdy první fáze trvá 5 let, druhá fáze 3 roky a poslední fáze trvá od devátého roku do nekonečna.

Pro první a druhou fázi bylo nejprve nutné vypočítat současnou hodnotu ročních EVA. Jelikož byla pro ocenění zvolena varianta entity, jsou náklady kapitálu potřebné k diskontování totožné jako v případě DCF entity, tzn. náklady celkového kapitálu R_A .

Výpočet je uveden v Tab. 4. 20. Součástí tabulky je i stanovení diskontního faktoru pro třetí fázi.

Tab. 4. 20: Výpočet současně hodnoty EVA (v mil. Kč)

Položka	1. fáze					2. fáze			3. fáze a dále
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EVA	6855	1675	9073	8222	8476	7838	7027	7027	5221
R_A	0,0702	0,1000	0,0629	0,0713	0,0729	0,0775	0,0775	0,0775	0,0776
diskontní faktor	0,9344	0,8495	0,7992	0,7460	0,6953	0,6453	0,5989	0,5558	0,5158
Současná hodnota EVA	6406	1423	7251	6134	5893	5058	4208	3906	

Zdroj: vlastní zpracování

Následně bylo ještě třeba zjistit hodnotu třetí fáze. Pro její výpočet bylo nutné stanovit pokračující hodnotu a tu vynásobit diskontním faktorem pro třetí fázi.

Sečtením současně hodnoty první a druhé fáze a současně hodnoty pokračující hodnoty byla zjištěna tržní přidaná hodnota (MVA). Podle vzorce (1.45) je potřeba provést následující úpravy: přičíst čistá operační aktiva k datu ocenění (NOA_0) a neoperační aktiva k datu ocenění (A_0) a odečíst úročené cizí zdroje k datu ocenění (CK_0). Všechny tyto úpravy včetně výsledné hodnoty VK jsou uvedeny v Tab. 4. 21.

Tab. 4. 21: Výpočet výsledné hodnoty entity

Současná hodnota 1. fáze	27108
Současná hodnota 2. fáze	13172
Pokračující hodnota	67289
Současná hodnota PH	34706
MVA	74986
NOA_0 (k 1. 1. 2009)	88453
Hodnota podniku BRUTTO	163439
CK_0 (k 1. 1. 2009)	3273
Hodnota podniku NETTO	160166
A_0 (k 1. 1. 2009)	13615
Výsledná hodnota VK	173781

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab.4.19 je patrné, že výsledná hodnota VK podniku k 1. 1. 2009 je 173 781 mil. Kč. Hodnota v první fázi byla 27 108 mil. Kč, v druhé fázi 13 172 mil. Kč, pokračující hodnota byla 67 289 mil. Kč a ve třetí fázi byla 34 706 mil. Kč.

4.6 Zhodnocení výsledku

Tab. 4.22 zobrazuje souhrnné výsledky ocenění společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a. s. dle jednotlivých metod.

Tab. 4.22: Přehled výsledků podle jednotlivých metod ocenění (v mil. Kč)

	Vypočtené	Účetní	Výsledek
DCF entity	275 443	102 068	Podhodnocená
DCF equity	245 280	81 479	Podhodnocená
Dluh	30 163	20 589	Podhodnocená
Kapitalizovaný zisk - analytická	644 441	81 479	Podhodnocená
Ekonomická přidaná hodnota EVA	173 781	81 479	podhodnocená

Zdroj: vlastní zpracování

Nejdříve hodnota celkového kapitálu společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a. s., byla odhadnuta pomocí metody DCF entity. Pomocí této metody byl oceněn celkový kapitál společnosti na částku 275 443 mil. Kč.

Metoda DCF equity ocenila vlastní kapitál firmy na částku 245 280 mil. Kč.

Metoda kapitalizovaných zisků vychází z účetních dat společnosti. Hodnota vlastního kapitálu vyjádřená pomocí analytické metody zohledňuje plánované skutečnosti do budoucna. Hodnota vlastního kapitálu podle této metody je 644 441 mil. Kč.

Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA ocenila vlastní kapitál firmy na částku 173 781 mil. Kč.

Účetní hodnota celkového kapitálu firmy 102 068 mil. Kč je podle rozvahy k datu 31. 12. 2008 (tj. k 1. 1. 2009). Účetní hodnota vlastního kapitálu je 81 479 mil. Kč je podle rozvahy rovněž k datu 31. 12. 2008 (tj. k 1. 1. 2009).

Výsledky všech čtyř metod ukázaly, že podnik má tržní ocenění vyšší než je účetní, tzn. že podnik je podhodnocený.

Závěrem lze říci, že celková hodnota společnosti by se měla pohybovat v rozmezí od 102 068 mil. Kč do 275 443 mil. Kč. Hodnota vlastního kapitálu by měla být minimálně

81 479 mil. Kč a maximálně 245 280 mil. Kč. Při prodeji podniku by měla společnost minimálně požadovat částku 102 068 mil. Kč.

5 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo ocenit společnost Telefónica O2 Czech Republic, a. s., k datu 1. 1. 2009 pomocí vybraných výnosových metod. Ocenění bylo provedeno pomocí těchto metod: DCF entity, DCF equity a metodou kapitalizovaných zisků pomocí analytické verze. Tyto všechny metody byly aplikovány třífázově.

Diplomová práce byla rozdělena do tří kapitol.

V první části byl popsán podnik jako předmět ocenění, hladiny a hodnoty podniku, faktor času a rizika, postup při oceňování, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, stanovení nákladu kapitálu a metody oceňování podniku včetně jejich základních charakteristik a způsobů výpočtu.

Druhá část práce byla věnována sestavení dlouhodobého finančního plánu včetně jeho teoretického vymezení. A zároveň zde byla podrobněji představena společnost Telefónica O2 Czech Republic a. s., její historie, konkurenční prostředí, silné a slabé stránky atd.

Třetí část práce se zabývala praktickou stránkou. Bylo zde provedeno samotné ocenění pomocí vybraných výnosových metod a na základě vypočtených hodnot bylo poté provedeno zhodnocení výsledků.

Jako první byl oceněn podnik pomocí metody DCF entity na částku 275 443 mil. Kč. U této metody byl zvolen pro výpočet třífázový přístup, který předpovídal délku první fáze 5 let, délku druhé fáze 3 roky a konstantní finanční toky ve fázi třetí. Metoda DCF entity vychází z predikce údajů o peněžních tocích.

Jako druhá metoda byla zvolena DCF equity. Hodnota této metody byla 245 280 mil. Kč. Opět byl zde zvolen přístup třífázový jako u metody DCF entity a rovněž fáze byly stanoveny stejným způsobem.

Třetí metoda pro ocenění podniku byla použita metoda kapitalizovaných zisků a to její analytická verze. Pro tuto metodu byla důležitá klíčová data z výkazů. Analytická metoda zohledňuje budoucnost. Vlastní kapitál byl tedy oceněn částkou 644 441 mil. Kč.

Jako čtvrtá, a zároveň poslední metoda, byla použita metoda ekonomické přidané hodnoty EVA entity. Ocenění vycházelo z finančního plánu, který byl stanoven na období let 2009-2017. Jako diskontní míra byly stanoveny průměrné náklady kapitálu (R_A). Poté byla stanovena hodnota vlastního kapitálu k datu 1. 1. 2009 a ta byla ve výši 173 781 mil. Kč. Když se tato hodnota porovná s účetní hodnotou podniku, k 1. 1. 2009 byla 81 479 mil. Kč, je tržní hodnota více než dvakrát vyšší.

Z účetních údajů byla vypočtena hodnota vlastního kapitálu 81 479 mil. Kč. Jedná se zde pouze o účetní ocenění, které má malou vypovídací schopnost, protože neobsahuje tržní zhodnocení.

Na závěr je nutné stanovit horní a dolní hranici, mezi nimiž se prodejní cena podniku má pohybovat. Účetní hodnota celkového kapitálu podniku představuje dolní mez v částce 102 068 mil. Kč a horní mez 275 443 mil. Kč, jež byla vypočtená metodou DCF entity. Účetní hodnota vlastního kapitálu představuje dolní mez v částce 81 479 mil. Kč a horní mez v částce 245 280 mil. Kč, která byla vypočtena pomocí metody DCF equity.

SEZNAM LITERATURY A DALŠÍCH ZDROJŮ

a) Publikace

1. DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 191 s. ISBN 978-80-86119-58-0.
2. MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-31-3.
3. MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti oceňovaného podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2005. 163 s. ISBN 90-86119-61-0.
4. KINSEY, Mc & COMPANY Inc. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 4th ed. Paperback: 2005. 768 pages. ISBN 978-0-471-70221-4.

b) Internetové zdroje

1. Telefónica O2 Czech Republic – Wikipedie, otevřená encyklopedie [online]. 21.4.2010 [cit. 2010-03-14]. Dostupné z:
<http://cs.wikipedia.org/wiki/Telef%C3%B3nica_O2_Czech_Republic>.
2. O2 Péče a podpora – Často kladené otázky [online]. 15.3.2010 [cit. 2010-03-15]. Dostupné z:<http://www.cz.o2.com/osobni/99564-produkty_a_sluzby/>.
3. http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/ [online]. 2003-2010 [cit. 2010-02-24]. Dostupné z:
<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/FS_2008-2009_2_realna_ekonomika.pdf>.
4. Rozšířené vyhledávání – Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-03-12]. Dostupné z:
<http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Special_2007_02_28.pdf>.

5. Telefónica O2 – Mobilní operátoři [online]. [cit. 2010-03-11]. Dostupné z: <http://mobilni-operatori.info/telefonica-o2.html>.
6. Mobilní Operátoři [online]. [cit. 2010-03-15]. Dostupné z: <http://mobilni-operatori.info/>.
7. <http://www.csas.cz/banka/inet/internet/cs/Telecom.pdf> [online]. [cit. 2010-04-01]. Dostupné z: <http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Telecom.pdf>.

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

A.....	aktiva
A0.....	neoperační aktiva k datu ocenění
BU.....	bankovní úvěry
ČPK.....	čistý pracovní kapitál
ČZ.....	čistý zisk
d.....	sazba daně z příjmu
D.....	dluh
DCF.....	diskontované peněžní toky
DHM.....	dlouhodobý hmotný majetek
DNM.....	dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT.....	zisk před úroky a daněmi
EVA.....	ekonomická přidaná hodnota
H.....	hodnota netto
INV.....	investice
FCF.....	peněžní toky
FCFE.....	peněžní toky pro vlastníky
FCFF.....	peněžní toky pro vlastníky i věřitele
FCFFU.....	peněžní toky nezadlužené firmy
MPO.....	Ministerstvo průmyslu a obchodu
nVK.....	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
nCK.....	náklady cizího kapitálu
NOA.....	čistá operační aktiva
NOPAT.....	operační výsledek hospodaření
OBL.....	obligace
ODP.....	odpisy
RD.....	náklady dluhu
RE.....	náklady vlastního kapitálu
Rfinstab.....	riziková přírážka za riziko z finanční stability
RLA.....	riziková přírážka za velikost podniku
RU.....	náklady kapitálu nezadlužené firmy
T.....	počet let explicitně plánovaných EVA
UZ.....	úplatné zdroje

Ú.....úroky

VH..... výsledek hospodaření

VK..... vlastní kapitál

WACC.....průměrné náklady celkového kapitálu zadlužené firmy

WACCU.....průměrné náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....